

VALÉRIA DE ANDRADE VECCHI

**AVALIAÇÃO DA
SÃO PAULO ALPARGATAS S/A**

**Projeto apresentado como requisito parcial
para obtenção do título em MBA em Finanças
Corporativas, do Centro de Pesquisa e Pós
Graduação em Administração, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas da Universidade
Federal do Paraná.**

Orientador: Prof. Michel Sarraff

CURITIBA

2004

Dedico este trabalho ao apoio incondicional de minha família, em especial à minha mãe, que esteve ao meu lado em todos os momentos de meu desenvolvimento e a todas as pessoas que contribuíram para esse crescimento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a todos aqueles que contribuíram com o apoio às pesquisas que foram realizadas com sugestões, críticas e comentários durante toda a fase de elaboração.

Agradeço, também, ao orientador e professor Michel Sarraff pela atenção, acompanhamento, revisão e discussão do conteúdo teórico do trabalho, mas principalmente, pela forte amizade, convivência, exemplo de dedicação acadêmica e profissional e filosofia de vida.

E, principalmente, ao professor e coordenador do curso, Dr. Antônio Barbosa Lemes Júnior, que proporcionou a oportunidade e o apoio para a realização do mesmo.

“Não existe um método preciso para avaliar companhia alguma. Grande parte do valor de uma empresa vem do futuro, e é preciso esforço para obter as melhores estimativas”.

Aswath Damodaram

SUMÁRIO

SUMÁRIO	6
LISTA DE QUADROS.....	9
LISTA DE FIGURAS.....	10
LISTA DE GRÁFICOS	11
LISTA DE SIGLAS E SÍMBOLOS	12
RESUMO.....	14
ABSTRACT.....	15
1. INTRODUÇÃO	16
1.1. TEMA E PROBLEMATIZAÇÃO.....	16
1.2. OBJETIVOS.....	17
1.3. JUSTIFICATIVAS.....	17
1.4. METODOLOGIA.....	18
1.5. DELIMITAÇÃO DO TRABALHO.....	18
2. REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	19
2.1. O VALOR DA EMPRESA.....	19
2.2. PORQUE AVALIAR?	20
2.3. O PAPEL DA AVALIAÇÃO	21
2.4. GENERALIDADES SOBRE AVALIAÇÃO.....	21
2.5. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	23
2.5.1. Avaliação Patrimonial Contábil.....	24
2.5.2. Avaliação Patrimonial de Mercado.....	25
2.5.3. Avaliação com Base no Valor de Liquidação	26
2.5.4. Avaliação com Base no Valor dos Dividendos	27
2.5.5. Avaliação com base nos Múltiplos de Venda.....	28
2.5.6. Fluxo de Caixa Descontado.....	29

2.5.6.1. Fluxo de Caixa Livre Operacional (<i>Free Operating Cash Flow</i>)	29
2.5.6.2. Horizonte de Projeção	30
2.5.6.3. Valor da Perpetuidade	31
2.5.6.4. Taxa de Desconto, Conceito e Cálculo de Custo de Capital	32
2.5.6.5. Valor Econômico da Empresa	33
2.6. ANÁLISE DOS RESULTADOS	34
3. SÃO PAULO ALPARGATAS S/A	36
3.1. HISTÓRICO	36
3.1.1. Histórico da Empresa	36
3.1.2. A Empresa e os Novos Tempos	37
3.1.3. A Visão da Empresa	37
3.2. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO CAPITAL	38
3.3. PARTICIPAÇÃO DO MERCADO ATUAL	39
3.3.1. Análise Concorrencial	40
3.3.2. O Processo Produtivo	44
3.3.3. A segmentação	44
3.3.4. A distribuição	45
3.4. PLANOS DE INVESTIMENTOS	45
3.5. SWOT ANALYSIS	46
3.5.1. Pontos Fortes	46
3.5.2. Pontos Fracos	46
3.5.3. Oportunidades	46
3.5.4. Ameaças	47
3.6. ESCOPO	47
3.6.1. Horizonte de Previsão	47
3.6.2. Moeda Utilizada	47
3.6.3. Caracterização do Cenário	47
3.6.4. Efeitos Inflacionários	48
3.7. CONJUNTURA ECONÔMICA DO PAÍS E PERPECTIVAS DE MERCADO	48

3.7.1 Variáveis Macroeconômicas	48
3.7.2. Características do Setor.....	49
3.7.2.1. Barreira de Entrada	50
3.7.3. Desempenho do Setor	50
3.7.3.1. Importação e Exportação.....	52
3.8. PREMISSAS.....	54
3.8.1. Desempenho Econômico-Financeiro	54
3.8.1.1. Receita de Vendas e Rentabilidade Bruta	54
3.8.1.2. Despesas Operacionais	56
3.8.1.3. Lucro Operacional e EBITDA	57
3.8.1.4. Lucro Líquido	58
3.8.1.5. Fluxo de Caixa e Endividamento.....	59
3.8.1.6. Mercados de Capitais	60
3.8.2. Taxa de Desconto.....	61
4. CONCLUSÃO	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	66
ANEXOS	69

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Avaliação Patrimonial de Mercado.....	26
QUADRO 2 – Demonstração de Cálculos de Fluxo de Caixa Livre.....	30
QUADRO 3 – Valor Econômico da Empresa.....	33
QUADRO 4 – Composição Acionária do Capital	39
QUADRO 5 – Análise Concorrencial 1 - Crescimento Sustentável.....	40
QUADRO 6 – Análise Concorrencial 2 – Receita Líquida.....	41
QUADRO 7 – Análise Concorrencial 3 – Rentabilidade.....	41
QUADRO 8 – Análise Concorrencial 4 – Margem de Atividade.....	41
QUADRO 9 – Análise Concorrencial 5 – Liquidez Corrente	41
QUADRO 10 – Análise Concorrencial 6 – Geração de Valor.....	42
QUADRO 11 – Análise Concorrencial 7 – Cobertura de Dívidas.....	42
QUADRO 12 – Análise Concorrencial 8 – Giro do Ativo.....	42
QUADRO 13 – Análise Concorrencial 9 – Classificação Final.....	43
QUADRO 14 – O ranking do setor têxtil em 2003.....	44
QUADRO 15 – Performance Setorial Consolidada em 2003.....	51
QUADRO 16 – Balança Comercial Têxtil de 1998 a 2003.....	53
QUADRO 17 – Indicadores de Desempenho do ano de 2000 a 2003.....	54

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – O Valor da Empresa 20

FIGURA 2 – Equação do Modelo de Avaliação Patrimonial Contábil 25

FIGURA 3 – Equação do Modelo de Avaliação Patrimonial de Mercado 26

FIGURA 4 – Fórmula do Valor da Perpetuidade..... 31

FIGURA 5 – Cálculo da Taxa de Desconto 33

FIGURA 6 – Cálculo do Custo de Capital da Empresa..... 62

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Preço Real do Petróleo - ano-base 2002.....	49
GRÁFICO 2 – Balança Comercial Têxtil e de Vestuário.....	52
GRÁFICO 3 – Receita Bruta de Vendas de 1999 a 2003.....	55
GRAFICO 4 – Rentabilidade Bruta - Trimestral e Semestral.....	56
GRÁFICO 5 – EBITDA de 2003.....	57
GRAFICO 6 – Lucro Operacional antes da Variação Cambial e Encargos Financeiras – Trimestral e Semestral.....	58
GRAFICO 7 – Evolução do EBITDA – Trimestral e Semestral.....	58
GRÁFICO 8 – Lucro Líquido de 1999 a 2003.....	59
GRAFICO 9 – Dívida Bruta em longo e curto prazo.....	60
GRAFICO 10 – Evolução das Ações Preferenciais X IBOVESPA.....	61

LISTA DE SIGLAS E SÍMBOLOS

ABIT	- Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção
ALPA3	- Ações Ordinárias – Código Bovespa
ALPA4	- Ações Preferenciais – Código Bovespa
BACEN	- Banco Central do Brasil
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
CMPC	- Custo Médio Ponderado de Capital
COFINS	- Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CPV	- Custo dos Produtos Vendidos
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
<i>EBIT</i>	- <i>Earnings Before Interest and Taxation</i>
<i>EBITDA</i>	- <i>Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization</i>
FCD	- Fluxo de Caixa Descontado
FCL	- Fluxo de Caixa Livre
FCL _(t)	- Fluxo de Caixa Livre do último período da projeção
<i>g</i>	- Taxa de Crescimento
IAN	- Informações Anuais
IBOVESPA	- Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
<i>IFC</i>	- <i>International Finance Corporate</i>
IGPM	- Índice Geral de Preços de Mercado
IPCA	- Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IRRF	- Imposto de Renda Retido na Fonte
LFT	- Letras Financeiras do Tesouro
OPEP	- Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PER	- Taxa da relação Preço/Lucro
PIB	- Produto Interno Bruto
PPR	- Programa de Participação nos Resultados
PU	- Poliuretano
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SWOT	- <i>Strengths, Weakness, Opportunities and Threats</i>
TJLP	- Taxa de Juros de Longo Prazo
WACC	- <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

RESUMO

No cenário atual, analistas, investidores e empresários estudam quais os critérios que devem prevalecer para os ativos que criam valor para a empresa. Nos contextos diários, organizações são compradas e vendidas por valores absolutamente distintos daqueles existentes no seu patrimônio líquido. Parece haver convergência no sentido de que é necessária uma nova classificação dos ativos para a avaliação das empresas. Tal avaliação envolve não somente variáveis objetivas como preço de ações e o próprio patrimônio das empresas, mas também variáveis subjetivas como credibilidade no mercado, valor da marca da empresa ou de seus produtos etc. Em um momento histórico em que o futuro se assemelha cada vez menos ao passado, faz-se necessário que os empreendedores tenham conhecimento das novas ferramentas que podem ter ao seu dispor para avaliarem o valor das suas empresas. O valor de uma empresa pode ser determinado através de um dos modelos de avaliação de empresas, mas a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais dessa área. As avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho. Novos modelos de empresas estão emergindo, baseados na combinação ideal dos seus ativos. É bem possível que deste processo resulte um novo paradigma para apresentação de demonstrações financeiras. Hoje, é difícil ter-se uma idéia do verdadeiro valor da empresa simplesmente através das informações visíveis. O desafio é desenvolver um novo sistema para reportar as informações e avaliação de desempenho, que identifique adequadamente os ativos que criam valor.

ABSTRACT

Nowadays, analysts, investors and businessmen study which criteria should prevail for assets which are profitable. On a daily basis, organizations are bought and sold at prices that are far from the true value of their assets. There seems to be a consensus that a new form of evaluating a company's assets is required. Not only would such a form of assessment involve objective variables such as share prices and the company's assets, but also subjective trademark or the value of its products etc. at a historic moment, in which the future is progressively looking like the past, it is necessary for entrepreneurs to be aware of the new tools that are available to them to help assess the value of their companies. The value of a company can be determined by using one of the models for evaluating a company. However, the application of a simple equation or methodology cannot be considered sufficient by professionals in this field. Evaluations of entities or businesses are largely dependent on future expectations for performance. New company models are emerging, based on the ideal combination of assets. It is quite possible that a new paradigm will be the end result of this process, a paradigm for presenting financial demonstrations. Today, it is difficult to have an idea of the true value of a company merely through visible information. The challenge that lies ahead is to develop a new system to report information and performance evaluation which will adequately identify the lucrative assets.

1. INTRODUÇÃO

1.1. TEMA E PROBLEMATIZAÇÃO

Num contexto de crescente competitividade, em que freqüentemente ocorrem fusões, aquisições e privatizações, nenhuma área contábil-financeira tem sido tão palpitante quanto à Avaliação de Empresas. As transformações radicais que acontecem em modelos empresariais estabelecidos, geradas por forças como a globalização, maior concorrência, consumidores mais sofisticados e grande velocidade das mudanças, resultaram nessa nova onda.

As empresas passaram a buscar através das fusões e aquisições se fortalecerem para conquistar mais espaço junto ao público consumidor e poderem assim, enfrentar a concorrência em igualdade de condições. A empresa, enquanto ativo real, é um meio de gerar riqueza para seus donos – quotistas ou acionistas. Por isso, na sociedade capitalista, a disposição de investir na aquisição de uma empresa é estimulada pelas perspectivas de ganhos que serão gerados para os investidores a curto e longo prazos.

Neste contexto, a avaliação de empresas desempenha um papel chave, pois tem como objetivo alcançar o valor justo de mercado, como a compra e venda de negócios; servindo de instrumento de aferição do preço de referência a ser utilizado nos processos de fusão, cisão e incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos; e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riquezas para os acionistas.

De acordo com a exposição deste cenário, o objetivo deste estudo é avaliar a empresa São Paulo Alpargatas S/A por meio da aplicação do método de fluxo de caixa descontado. A problematização pode ser mostrada com a seguinte questão: Qual o valor da São Paulo Alpargatas S/A baseado na mensuração da avaliação utilizando o método de fluxo de caixa descontado em 31/12/2003?

1.2. OBJETIVOS

Os objetivos do trabalho podem ser divididos em geral e específicos.

O objetivo geral é mensurar o valor da São Paulo Alpargatas S/A através do modelo de avaliação de fluxo de caixa descontado.

Os objetivos específicos são a apresentação das técnicas utilizadas para tal avaliação, a observação das vantagens e desvantagens e a identificação da percepção estratégica da empresa ao utilizar este método.

1.3. JUSTIFICATIVAS

O “preço” de uma empresa, referência fundamental nas negociações de qualquer tentativa de fusão ou aquisição, nunca é aleatório. Ao contrário, sua determinação exige a combinação de análise estratégica do negócio com modernas teorias financeiras. Os enfoques utilizados ao introduzir o conceito de valor trazem informações de importância significativa para a gestão da empresa. Aplicando-se o método adequado, a análise dos resultados da avaliação ajuda a estabelecer novas medidas de desempenho derivadas da estratégia escolhida, com o objetivo de alinhar todas as atividades da organização em função do mesmo objetivo: maximizar o valor para os acionistas. (HSM MANAGEMENT, 1999).

Visto que, com a crescente consolidação e globalização dos mercados, as fusões, cisões e aquisições são cada vez mais freqüentes. A avaliação de empresas justifica a necessidade de mudanças. Essas mudanças implicam em adotar uma metodologia que garanta maior viabilidade no negócio e melhor integração entre os envolvidos no processo. As fusões e aquisições tornaram-se a ferramenta empresarial padrão para alcançar um crescimento mais rápido, capacidades superiores, presença global e uma fatia maior do mercado.

Conforme FALCINI (1992:20), observa-se que existem circunstâncias que acabam levando a estimativa de valor para as empresas, que das quais destaca-se: a compra ou a venda de um bem, de uma empresa ou de um fundo de comércio; nos estudos de viabilidade de associações de interesse da empresa; numa partilha entre herdeiros; na determinação do valor das participações sociais; na fusão de duas ou mais empresas; no aporte parcial de bens de uma empresa para outra; num

aumento de capital com um aporte de bens; numa eventual conversão da dívida de um país por ações ou participação em empresas; na privatização de empresas estatais; numa dissolução societária; etc.

Desta maneira, para o estudo proposto a justificativa faz-se necessária, pois contribuirá na redução de incertezas no desenvolvimento da mensuração do valor da empresa referenciada. O trabalho se desenvolverá com todo e possível acesso de informações e toda literatura proveniente de pesquisa nacional e internacional.

1.4. METODOLOGIA

A metodologia utilizada para a realização deste trabalho começou com a idéia de mensuração do valor de uma empresa de capital aberto, no caso específico São Paulo Alpargatas S/A, que gerou pesquisas bibliográficas e informações de várias formas, com a busca de toda literatura existente da área específica. Destacando-se Avaliação de Empresas e de Investimentos.

Por conseguinte, buscou-se investigar a mensuração do valor como visão estratégica para a empresa, relacionando estratégias gerenciais adotadas e lucratividade dos acionistas com seus respectivos resultados organizacionais.

A finalização da metodologia compôs-se com o valor encontrado comparado ao valor de mercado, deixando de ser uma função exclusiva das literaturas voltadas para área administrativa para tornar-se também uma ferramenta da alta administração.

1.5. DELIMITAÇÃO DO TRABALHO

O trabalho não teve muitas delimitações para suas pesquisas, pois o assunto debatido, de extrema importância, é encontrado sob várias fontes. Obviamente, que com a globalização, as fontes de grande interesse, autoridade e prestígio estão relacionadas em publicações de outras línguas, especificamente, americanas e inglesas.

2. REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

2.1. O VALOR DA EMPRESA

A avaliação de empresas não é apenas importante em contextos de operações de compra e venda de empresas, mas sim deve orientar a sua própria gestão. A orientação da gestão para o valor¹ é hoje cada vez mais necessária para se atingir um bom desempenho empresarial. A necessidade de gerar valor deve enquadrar as decisões de investimento, de financiamento e de exploração. As empresas devem desenvolver sistemas de gestão e modelos de *reporting* que permitam aferir regularmente o seu desempenho em termos de valor.

O processo de avaliação de uma empresa é complexo, envolvendo variáveis subjetivas e ferramental técnico, onde a qualidade das informações utilizadas é condição essencial para a eficiência do produto final. Assim sendo, antes de se determinar os métodos de avaliação que serão aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, o contexto macroeconômico no qual ela está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos. A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações.

A avaliação de empresas é um método capaz de gerar resultados, sobre o assunto a ser analisado, possibilitando os avaliadores e uma análise mais profunda e possivelmente comparativa.

Na figura abaixo, pode-se analisar a base estrutural relacionada à avaliação de uma empresa, que é apresentada de uma forma simples e explicativa.

¹ *Value Based Management*: é a Gestão Baseada no Valor, trata-se de uma forma de gestão centrada na criação de valor pela empresa.

FIGURA 1 – O Valor da Empresa



Fonte: HSM MANAGEMENT (1999:44)

Todavia, a avaliação tem múltiplas utilidades, sendo dentre elas, o valor da empresa da qual sobrepõe os impactos das estratégias utilizadas. Onde, as decisões operacionais, financeiras e de investimento estão diretamente relacionadas com o valor da empresa, e por isso é fundamental entendê-las para fazer uma análise do processo de criação de valor dentro da empresa. Os métodos de avaliação, ao incorporar diversas teorias sobre a origem do valor, permitem reconciliar a análise estratégica com a financeira.

2.2. PORQUE AVALIAR?

Avaliar significa apurar ou estimar o valor de alguma coisa. Porém, este valor é relativo e depende de vários fatores, como por exemplo: quem está a avaliar (se sob a óptica do comprador, vendedor ou de um analista “neutro”); quais são suas preferências, seus valores, interesses e objetivos pessoais; e o contexto em que a avaliação está sendo feita (momento histórico, econômico, político, social, pessoal, etc.). Portanto, uma das dificuldades em se medir o valor é o seu caráter subjetivo: “quaisquer pré-concepções ou preconceitos que o analista trouxer para o processo de avaliação acabarão por se incorporar ao valor”. (DAMODARAN, 1997).

Mesmo que se utilizem métodos quantitativos de análise, vários dados de entrada deixam bastante margem a julgamentos e decisões subjetivas. Além disso, a qualidade da avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa a ser avaliada. Desta forma o foco mais importante deve estar no *processo de avaliação* e não no seu resultado final.

Segundo FALCINI (1992), um ponto importante na avaliação é a informação, um fator precioso dada sua importância no processo de tomada de decisão. Quanto mais rápido e eficiente o acesso das informações relevantes, maiores serão as chances de sucesso em qualquer empreendimento. A eficiência destes métodos dependerá, portanto, do maior nível e qualidade das informações relevantes sobre a empresa, especialmente as relativas ao presente e aos planos futuros do empreendimento.

2.3. O PAPEL DA AVALIAÇÃO

A utilidade da avaliação se faz necessária a vários tipos de atividades dentro da empresa da qual é empregado em diversas circunstâncias, sendo citado por algumas vezes no texto exposto acima.

O que pode ser observado é que as empresas que crescem com o objetivo de gerar valor, se diferenciam, pois é sua capacidade de reagir, sair da depressão e recuperar a confiança de mercado. As empresas que se concentram no crescimento conseguem isso porque têm a capacidade de aprender. Quando os negócios entram em um ritmo mais lento e ocorre uma depressão, elas reagem, preparando-se para a etapa seguinte de crescimento.

As empresas que crescem para gerar valor se ajustam rapidamente às recessões econômicas. Assim conseguem manter um crescimento de receita constante. (HSM MANAGEMENT, 2001).

2.4. GENERALIDADES SOBRE AVALIAÇÃO

Com o passar dos anos, a utilização dos métodos de avaliação gerou mitos ao longo deste período, na qual ocorre em todas as disciplinas analíticas até os dias atuais.

Segundo DAMODARAN (1997), existem seis mitos que atuam sobre a avaliação, sendo eles: “uma vez que os modelos de avaliação são quantitativos, a avaliação é objetiva; uma avaliação bem pesquisada e bem feita é eterna; uma boa avaliação oferece uma estimativa precisa de valor; quanto mais quantitativo o modelo, melhor a avaliação; o mercado geralmente está errado; e o produto da avaliação (ou seja, o valor) é que importa, o processo de avaliação não é importante”.

De acordo com estes mitos, o que se pode verificar é que os modelos mais utilizados na avaliação podem ser quantitativos, porém os dados de entrada deixam margem suficiente para julgamentos subjetivos. Assim sendo, o valor final obtido através desses modelos sofre o efeito das tendências que está inserido no processo.

Na realidade uma possível solução para tal verificação seria a eliminação de todas as tendências antes de dar o início na avaliação, porém a dificuldade se encontra para o seu desenvolvimento. Cuidar com as concepções geradas ao receber informações relevantes sobre o ativo da empresa, tanto quanto para as análises e opiniões externas obtidas.

O avaliador deve-se atentar com o fluxo constante de informações que o mercado financeiro gera constantemente, visto que a avaliação não pode ser considerada eterna. Tanto a empresa como o mercado tem suas mudanças com o tempo e a avaliação deve se precaver à medida que as novas informações sejam reveladas, de modo a atualizar frequentemente tais informações.

O valor preciso da avaliação mesmo que seja minuciosa e detalhada, sofre o risco e as incertezas da análise, visto que as distorções quanto ao futuro da empresa e da economia influenciam diretamente aos números finais de tal avaliação.

Os modelos utilizados terão real aplicação relacionada diretamente ao tempo e ao esforço despendido do avaliador ou analista, sendo a qualidade da avaliação proporcional a quantidade de tempo gasto por ele.

A análise final junto ao mercado se torna como ponto de referência importante para os resultados encontrados na avaliação. Visto que o avaliador deve comparar

seus resultados finais com o valor que mercado oferece, que freqüentemente é o padrão.

E para finalizar, o analista deve estar preparado para análise minuciosa do processo priorizando introspecções valiosas obtidas durante o processo possibilitando maior veracidade do valor final.

2.5. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existe um vasto número de métodos para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e confiabilidade das informações disponíveis. Segundo MARTINEZ (1999), “Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa”.

Já DAMONDARAN (1997) diz não existir um modelo considerado melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada. E conclui: “A infeliz verdade é que o inverso é freqüentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo”.

Ressalte-se que os métodos apresentados não são substitutos uns dos outros, mas, complementares entre si, pois cada um deles atende a determinados objetivos e análises, devendo o analista, sempre que possível, utilizá-los em conjunto e não isoladamente, como demonstra MARTINS (2001), ao afirmar que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), através das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável em teoria e na prática. Onde menciona também que, todas essas formas de avaliação não são modelos alternativos, que implicam a eliminação ou não adoção dos demais; podem ser tratados como complementares entre si; úteis todas elas, cada uma para determinados usuários em certas condições; com prós e contras todas elas, não havendo nenhuma que, sozinha, consiga se cercar das qualidades que satisfaçam a todos.

2.5.1. Avaliação Patrimonial Contábil

Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis e, através dele, apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou *Book Value*.

Além das distorções causadas pela variação do poder de compra da moeda, que alterem o valor dos bens escriturados, alega-se que o patrimônio da empresa em operação deve ser considerado no seu conjunto, e não isoladamente, como fonte geradora de receita, para efeito de avaliação da empresa (NEIVA, 1997:23).

A única vantagem encontrada para a utilização deste método pode ser definida pela agilidade do processo desenvolvido, não havendo um custo relativo.

Entre os fatores que dificultam a utilização deste método, pode-se destacar:

- As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;
- A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
- Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais que, entretanto, são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o *Goodwill*², que será destacado adiante.
- Apesar do avanço das técnicas contábeis, a contabilidade, registra suas transações por valores de entrada, e não valores de saída, porém, segundo MARTINS (2001), "O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados

² De acordo com MARTINS (2001), associa à definição de ativo que considera fundamentalmente o resultado econômico que se espera obter no futuro.

pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *Goodwill* significativo”.

- Assim, apesar de suas limitações descritas, a situação contábil de uma empresa e em consequência, seu valor patrimonial, é uma informação útil, como ponto de partida para a análise econômica e financeira da empresa.

Não obstante as deficiências apontadas, as demonstrações financeiras das empresas são instrumentos de conhecimento dos aspectos financeiros do patrimônio. Sua exatidão interessa não somente ao dono do patrimônio ou administrador da empresa, mas também para os credores, investidores do mercado de capitais, sócios e autoridades fiscais e tributárias.

Segundo MARTINS (2001), o modelo de avaliação contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais.

FIGURA 2 – Equação do Modelo de Avaliação Patrimonial Contábil

Valor da empresa	=	Ativos contábeis	-	Passivos exigíveis contábeis	=	Patrimônio líquido
------------------	---	------------------	---	------------------------------	---	--------------------

Fonte: MARTINS (1997: 269).

2.5.2. Avaliação Patrimonial de Mercado

A avaliação patrimonial de mercado consiste na valoração de todos os ativos e passivos da empresa a valores de possível realização, dado o tempo disponível para tal realização, utilizando-se de valores de entrada e de saída. Segundo MARTINS (2001), “os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item”.

QUADRO 1 – Avaliação Patrimonial de Mercado

Item patrimonial	Critério de avaliação proposto
Estoque de matérias-primas	Custo de reposição
Estoque de produtos acabados	Valor líquido de realização
Contas a receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo exigível	Ajustado a seu valor de mercado, de acordo com as condições de crédito e taxas de juros acordadas.

Fonte: MARTINS (2001: 269)

O valor da empresa, seguindo este modelo, é determinado pela apuração do patrimônio líquido, que resulta da soma algébrica dos valores atualizados dos bens, direitos e obrigações da empresa. Assim sendo, por este método, o valor da empresa seria dado pela seguinte equação.

FIGURA 3 – Equação do Modelo de Avaliação Patrimonial de Mercado

Valor da empresa	=	Valor dos Ativos Ajustados	-	Valor dos Passivos Ajustados
------------------	---	----------------------------	---	------------------------------

Fonte: MARTINS (2001: 269)

A grande desvantagem deste método é a não consideração do futuro, apesar de ser válida para situações específicas.

2.5.3. Avaliação com Base no Valor de Liquidação

O valor de liquidação representa o valor da empresa se essa fosse liquidada, encerrando suas atividades, com a venda de todos os seus ativos e o pagamento de todas as suas obrigações. É o valor que o empreendimento teria se tivesse que ser liquidado. Como os recursos podem perder valor numa situação como esta (perdem a utilidade para o adquirente), normalmente é uma avaliação do valor mínimo da empresa. O resultado final seria ajustado pelas despesas de liquidação e encerramento, como pagamentos a empregados, encargos tributários e outras despesas decorrentes do encerramento.

Este método é frequentemente aplicado para negócios decadentes, tendo seu valor base para quitação os ativos e passivos monetários. No entanto, é limitado a essa situação específica, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade, quando a empresa é vendida posteriormente. Entretanto, segundo alguns autores, ele representa o valor mínimo de uma empresa, assumindo-se que essa teria um valor maior se continuasse suas atividades. A liquidação é a negação da utilidade dos bens ou recursos que a empresa possui.

ASSAF (2003:577) explica que:

O valor de realização de mercado determina o valor possível dos ativos da empresa de serem realizados individualmente em condições normais de transações dentro de um mercado organizado, ou seja, o preço razoável que se pode obter na alienação de cada um deles. Além das dificuldades naturais de avaliação, esse método não leva em consideração a possível sinergia dos ativos, fixando-se no valor pecuniário de sua realização.

2.5.4. Avaliação com Base no Valor dos Dividendos

O modelo do valor dos dividendos considera que os dividendos são uma parte dos lucros que efetivamente foram propostos ou pagos aos acionistas e, em muitos casos, são os únicos fluxos regular de recursos recebidos pelos investidores. Fluxos de recursos são aqui considerados como os pagamentos efetuados pela empresa aos detentores de parcelas do capital ou vice-versa, como por exemplo, na compra e venda de novas ações ou no caso de direitos de subscrição.

De acordo com esse modelo, o valor de uma ação é o valor presente líquido dos dividendos que são esperados. Imagine-se uma perpetuidade, ou seja, quando se espera que uma companhia distribua dividendos constantes a cada ano, e então tem-se o valor esperado para a ação, calculado pela divisão do dividendo por ação, distribuído pela empresa no último ano por uma taxa de retorno sobre o patrimônio líquido esperada para o ano atual.

De outra forma, pode-se projetar uma taxa constante de crescimento do volume de dividendos a cada ano. Assim, o valor do patrimônio da empresa deve ser calculado dividindo-se o volume de dividendos esperados para o próximo ano pela taxa de retorno esperada, devidamente subtraída da taxa de crescimento.

Normalmente, as companhias que pagam mais dividendos não obtêm um crescimento no valor de suas ações como resultado. Isso se deve ao fato de que, quando uma empresa distribui mais dividendos, normalmente reduz seu próprio crescimento porque distribui parte dos lucros que ficaria retida e utilizada no giro do negócio ao invés de reinvestir. É a preocupação do mercado com a continuidade dos negócios e a sobrevivência do investimento realizado. Entre suas principais críticas estão as premissas de que os dividendos futuros serão mantidos e em crescimento indefinido e a arbitrariedade da utilização de uma taxa constante (g) para o crescimento dos dividendos futuros.

2.5.5. Avaliação com base nos Múltiplos de Venda

O modelo dos múltiplos de vendas ou de receitas é usado no mercado em alguns segmentos, com certa frequência. Consiste em calcular o valor da empresa multiplicando-se seu volume de vendas por um multiplicador.

De acordo com MARTINS (2001:271), como o nome sugere, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não possamos confiar.

Esse modelo é utilizado, muitas vezes, por analistas e consultores que consideram a situação de mercado do ramo de atividades da empresa. Assim, arbitrariamente, impõe-se um multiplicador para o setor de atividades, meramente pela observação da movimentação do mercado.

Dessa forma, as empresas de um determinado ramo de atividade, no caso, setor calçadista, podem estar sendo vendidas por um volume de 3 vezes o seu faturamento. Uma entidade desse setor, que fature um volume de \$ 30.000, seria vendida por \$ 90.000, enquanto uma empresa menor, que fature \$ 8.000, por exemplo, teria um valor de \$ 24.000. Outros setores de atividades teriam multiplicadores diferentes, e tais multiplicadores estariam representando a situação atual de mercado. Caso o setor tivesse um crescimento, o multiplicador poderia ser 3,5 ou 4, por exemplo.

2.5.6. Fluxo de Caixa Descontado

Considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, esta metodologia vem sendo amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições.

A fundamentação conceitual deste método baseia-se na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais.

RAE (1991:32) diz que:

Parece haver um certo consenso, entre os profissionais de avaliação de empresas, de que o único método conceitualmente correto de determinação do valor de um negócio é o Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Esse método consiste em estimar, com um certo conservadorismo, os fluxos de caixa futuros da empresa e descontá-los a valor presente por uma taxa adequada, usualmente denominada “Custo de Capital” da empresa.

A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

Por trabalhar com expectativas futuras, naturalmente, observa-se que a grande dificuldade deste método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro destas relevantes variáveis. São variáveis-chaves neste método de avaliação: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projeção deste fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto destes fluxos de caixa.

2.5.6.1. Fluxo de Caixa Livre Operacional (*Free Operating Cash Flow*)

Encontramos no fluxo de caixa operacional da empresa, o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de

determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *Goodwill*.

Para fins de avaliação, recomenda-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre (FCL), pois, segundo DAMONDARAN (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas. Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

QUADRO 2 – Demonstração de Cálculos de Fluxo de Caixa Livre

Receitas Operacionais Líquidas
(-) Custo do Produto Vendido e outras Despesas Operacionais
= EBIT (ou Lucro Operacional)
(+) Despesas Operacionais que não Afetam o Caixa (Ex. Depreciação)
= EBITDA
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro
= Geração de Caixa Operacional
(+/-) Variação nos Investimentos Permanentes e no Capital Circulante Líquido
= Fluxo de Caixa Livre (FCL)

Fonte: DAMODARAN (1997).

Para reforçar a importância da geração de fluxo de caixa na empresa, pode-se finalizar com COPELAND, KOLLER e MURRIN (2001), “Os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas. Uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor”.

2.5.6.2. Horizonte de Projeção

Uma empresa, diferentemente de seus projetos, espera-se que tenha vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados

nos fluxos de caixa. Dessa forma, a avaliação deve ser efetuada em dois períodos distintos.

1. Abrange o horizonte de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais;
2. Abrange o período após o horizonte de projeção acima mencionado.

Assim, o fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado pela quantidade de anos sobre os quais consegue-se prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes. Pode-se citar como variáveis relevantes, os preços dos produtos, o volume de vendas, o custo de matérias primas, despesas operacionais, etc.

A experiência prática tem demonstrado que a maioria das avaliações técnicas trabalham com períodos de projeção entre 5 e 10 anos.

2.5.6.3. Valor da Perpetuidade

Considera-se como valor residual da empresa ou valor da perpetuidade os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção.

Estima-se que o valor final aplicando-se a fórmula de perpetuidade, ou seja, trazendo o valor presente (descontado) um fluxo de caixa idêntico ao do período projetado, por períodos iguais sucessivos, infinitamente.

Tal fórmula pode ser apresentada da seguinte forma.

FIGURA 4 – Fórmula do Valor da Perpetuidade

Perpetuidade	=	$\frac{FCL_{(t)} \times (1 + g)}{CMePC - g}$
--------------	---	--

Em que:

$FCL_{(t)}$ _ fluxo de caixa livre do último período da projeção;

$CMePC$ _ custo médio ponderado de capital; e

g _ taxa de crescimento.

Fonte: MARTINS (2001:283).

De acordo com o mesmo autor, “a perpetuidade pode ser um dos elementos mais relevantes para a avaliação de uma empresa. Em determinadas situações, grande parte do valor de uma empresa é explicado por esse conceito. Dependendo da espécie do negócio, esse componente poderá ser maior ou menor”.

Dessa forma, o valor da empresa é dado pelo valor presente do fluxo de caixa do período de previsão mais o valor presente do fluxo de caixa após o período de previsão. (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2001).

2.5.6.4. Taxa de Desconto, Conceito e Cálculo de Custo de Capital

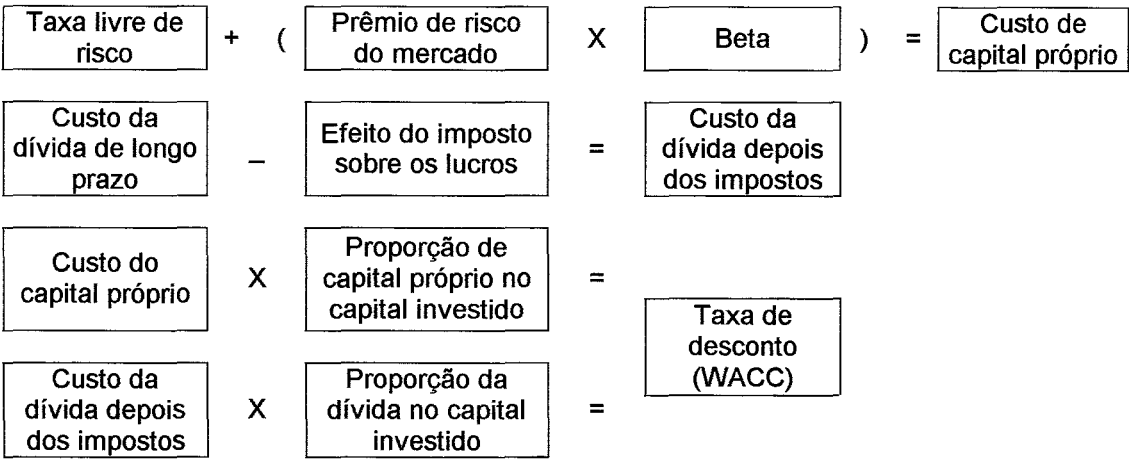
A taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa a valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos destes fluxos.

A taxa escolhida é geralmente o custo médio ponderado de capital³ (CMPC), pois além de incorporar os riscos associados ao negócio, reflete com propriedade os custos de oportunidade dos provedores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa (capital próprio: acionistas e capital de terceiros: credores externos), bem como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

Pode-se definir o custo de capital como o preço que uma empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital, e ele serve de referência para o processo de tomada de decisões de investimento à medida que, aplicando recursos com retorno superior ao custo de capital, a empresa maximiza seu valor e a riqueza dos acionistas.

³ Em inglês: WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

FIGURA 5 – Cálculo da Taxa de Desconto



Fonte: HSM MANAGEMENT (1999)

Uma crítica consistente a este método está no fato de se trabalhar ao longo de toda avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alterariam ao longo do período em análise. Para um maior rigor técnico, dever-se-ia estimar os novos CMPC para cada exercício em que for projetado o fluxo de caixa. Como isto é difícil na prática, a solução preconizada e bastante adotada é a definição de uma estrutura de capital objetiva, ou seja, aquela estrutura considerada ideal e que se pretende adotar como meta no futuro na empresa avaliada.

2.5.6.5. Valor Econômico da Empresa

É fundamental a diferenciação neste momento, do que representa o Valor Econômico da Empresa e o Valor da Empresa para seu Acionista.

QUADRO 3 – Valor Econômico da Empresa

Valor Econômico da Empresa = Valor Presente dos Fluxos de Caixa + Valor Residual ou Valor da Perpetuidade + Valor de Mercado dos Ativos não Operacionais
Valor da Empresa para o Acionista = Valor Econômico da Empresa – Valor de Mercado dos Passivos de Longo Prazo (Capital de Terceiros Oneroso)

Fonte: COPELAND, KOLLER e MURRIN (2000)

Esta separação é de vital importância, pois, o valor de uma empresa apurado por este método, é determinado pelo fluxo de caixa futuro de suas operações,

porém, isto não significa que este fluxo pertença apenas aos acionistas da empresa, mas também aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão tais fluxos.

2.6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com a utilização de um desses métodos de avaliação, o avaliador pode chegar no valor de mercado da empresa que está sendo avaliada. O valor obtido de uma forma geral orienta a empresa para alguma decisão administrativa ou de investimento, indo de acordo com as estratégias da empresa.

Conforme HSM MANAGEMENT (1999), para se fazer uma boa avaliação precisa:

- Analisar as vantagens do mercado em que atua e o perfil competitivo da empresa;
- Desenvolver um cenário macroeconômico e comercial que seja coerente com os objetivos derivados da análise estratégica da empresa;
- Elaborar um modelo econômico e financeiro da empresa que permita estimar o fluxo de caixa gerado pelo negócio;
- Calcular o custo médio ponderado do capital em função da estrutura ideal de financiamento;
- Identificar os indicadores-chave de desempenho e avaliar como o valor econômico da empresa é sensível a variações destes indicadores;
- Avaliar se os resultados obtidos são razoáveis, comparando-os com parâmetros de mercado de empresas semelhantes; e
- O mais importante: em um processo de fusão ou venda, pense no valor da empresa da mesma forma como um investidor o faria.

A RAE (1991) comenta que, toda avaliação é o resultado de um modelo da empresa e do comportamento e preferências dos acionistas atuais e potenciais. Alguns modelos são mais simples, outros mais complexos, alguns consideram explicitamente as diversas variáveis que afetam o valor da empresa, outros, não. Mas todos são uma modelagem, isto é, uma simplificação da realidade.

Tais informações relatadas logo acima comprovam a viabilidade de uma avaliação bem realizada, visto que o avaliador tem a responsabilidade de estar constantemente atento a adversidades e variações que o mercado pode apresentar, tanto quanto os fatos relevantes no momento da avaliação.

3. SÃO PAULO ALPARGATAS S/A

3.1. HISTÓRICO

3.1.1. Histórico da Empresa

A companhia São Paulo Alpargatas S/A foi fundada em 1907, na cidade de São Paulo, por investidores de origem britânica, para produzir e vender alpargatas Roda⁴ e outros produtos como lonas e coberturas. Passados alguns anos, em 1913, a companhia veio ser listada com suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Desde então, a companhia possui várias marcas registradas, destacando-se as Havaianas e Locomotiva, além de outras como Rainha, Topper, Meggashop e as licenciadas Mizuno e Timberland.

A história da São Paulo Alpargatas S/A está associada à da industrialização e do desenvolvimento do mercado de consumo no Brasil. A experiência em distribuição e manufatura propiciou a diversificação da linha de produtos e o aproveitamento de oportunidades mercadológicas. Foi uma das empresas pioneiras no desenvolvimento de marcas próprias de produtos de consumo, divulgadas com o apoio de campanhas de propaganda e promoção.

Nos anos 30 e 40, a companhia começou a diversificar sua linha de produtos, passando das tradicionais alpargatas Roda para outros tipos de calçados, como sapatos de couro, sandálias e tênis. E no mesmo momento, expandiu suas linhas de tecidos em geral, de manufatura de lonas e coberturas e de tecidos para indústria de confecções.

Nos anos 50, 60 e 70, a São Paulo Alpargatas S/A lançou suas marcas próprias de calçados e confecções, divulgando-as através de criativas campanhas de propaganda. Com isso, desenvolveram-se as marcas: Rainha e Topper para calçados esportivos; Havaianas para sandálias de borracha; e US Top para “jeans” e confecções.

⁴ Calçado de lona com sola de corda.

O sucesso no desenvolvimento de marcas reconhecidas pelos consumidores, juntamente com sua capacidade de distribuição e produção, tornou a São Paulo Alpargatas S/A uma escolha atrativa para licenciadores internacionais. Dessa forma, desde os anos 80, a companhia vem produzindo e distribuindo várias marcas internacionalmente reconhecidas de calçados e confecções, tais como Mizuno e Timberland.

3.1.2. A Empresa e os Novos Tempos

Em 1997, a empresa iniciou um processo de reestruturação, cujas linhas mestras foram: a mudança de uma cultura focada na produção para uma cultura voltada para o mercado; redefinição do foco dos negócios para calçados esportivos, sandálias, lonas e coberturas e varejo estratégico; reposicionamento e revalorização das marcas; redução de custos de produção e despesas administrativas; e ênfase na geração de caixa pelas operações.

Atualmente os produtos da São Paulo Alpargatas S/A estão presentes no cotidiano do brasileiro e em todas as regiões do país. Estão disponíveis em milhares de pontos de vendas, tanto em grandes cadeias de varejo como em pequenas lojas. Suas oito fábricas estão estrategicamente localizadas em diversas regiões do país.

3.1.3. A Visão da Empresa

A São Paulo Alpargatas S/A foi a terceira companhia brasileira de capital aberto a negociar ações na Bolsa de Valores de São Paulo e a 28ª a entrar no Nível I de Governança Corporativa⁵. O objetivo da adesão é estreitar o relacionamento com analistas, acionistas e o mercado em geral através de uma maior quantidade de informações.

⁵ De acordo com a BOVESPA, as companhias listadas no nível 1 de governança corporativa são as empresas que se comprometem, principalmente, com melhoria na prestação de serviços para o mercado e com a dispersão acionária. É um grau de compromisso assumido pela empresa, que se empenham a oferecer aos seus investidores melhorias práticas de governança e de transparência. A adesão a determinado nível se dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com os investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos.

A empresa há tempos pratica as normas legais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), mas após os últimos anos, vem se comprometendo a consolidar informações com a Santista Têxtil, da qual possui 50% de participação no capital votante, divulgar resultados trimestralmente e publicar fluxo de caixa.

A São Paulo Alpargatas S/A vai além do exigido pela lei, por isso 64% de suas ações estão em circulação, enquanto o que as regras estabelecem é um *free-float* de no mínimo 25%. Além do resultado consolidado com a Santista, a empresa pretende divulgar o resultado apenas da São Paulo Alpargatas S/A, para fornecer um panorama mais exato da empresa.

A companhia desenvolve internamente um trabalho de divulgação do que é Governança Corporativa que já rende frutos como a criação da gerência de relações com investidores e o comprometimento de longo prazo com a transparência. A perspectiva é que a adesão ao nível de Governança Corporativa acarrete maior credibilidade para a empresa e, assim, mais liquidez e valorização de ações.

Entretanto, isto é aguardado sem ansiedade no curto prazo, o importante é criar as condições para tanto, estabelecendo um diálogo com o mercado. No plano de capital da empresa estão previstos R\$ 45 milhões de investimentos em imobilizado, dirigidos para modernização, novas tecnologias e métodos de preservação do meio ambiente. O orçamento está ambicioso a fim de manter a empresa competitiva.

3.2. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO CAPITAL

O capital social da empresa é composto por 1.950.251.236 ações, distribuídas em ordinárias com 920.979.463 e preferenciais com 1.029.271.773.

QUADRO 4 – Composição Acionária do Capital

Razão Social	Ações Ordinárias (Mil)	Ações Ordinárias %	Ações Preferenciais (Mil)	Ações Preferenciais %	Total de Ações (Mil)	Total de Ações
Camargo Corrêa S/A	564.194	61,26	44.931	4,37	609.125	31,23
Caixa Previdência Func. Banco do Brasil	106.244	11,54	82.318	8,00	188.562	9,67
Hyposwiss Banco Privado S/A	74.540	8,09	204.400	19,86	278.940	14,30
Silvio Tini Araújo	47.147	5,12	2.610	0,25	49.757	2,55
Ações em Tesouraria	0	0	86.669	8,42	86.669	4,44
Outros	128.854	13,99	608.344	59,10	737.198	37,81
Total	920.979	100,00	1.029.272	100,00	1.950.251	100,00

Fonte: IAN – Comissão de Valores Mobiliários (data base: 31/12/2003)

3.3. PARTICIPAÇÃO DO MERCADO ATUAL

No ano de 2003, o Brasil produziu 665 milhões de pares de calçados, apresentando um crescimento de 3,6% em relação a 2002. Estimulado pelo aumento de 15,2% nas exportações, o país apresentou um faturamento de US\$1,55 bilhão, contra US\$1,44 em 2002. Dos 189 milhões de pares de calçados exportados em 2003, 64,2% tiveram como destino os Estados Unidos e 6,8% o Reino Unido. Enquanto as exportações em 2003 corresponderam a 28,4% da produção nacional, as importações foram de apenas 5 milhões de pares, correspondentes a 1,03% do consumo brasileiro de calçados. Finalizando em 2003, com exportações representando 4 % das vendas da companhia.

Dentro deste contexto, o que pode ser observado é que a São Paulo Alpargatas S/A teve em 2003 sua exportação representando cerca de 4% de sua receita, que se apresentou em um montante de R\$ 891 milhões. Em termos de *market share* pode-se dizer que no setor de calçados esportivos a empresa detém cerca de 25% do mercado nacional, no segmento sandálias a participação é de 75%, visto em consideração global, e 90% quando vistas somente as sandálias de borracha, onde é predomínio da marca Havaianas.

A São Paulo Alpargatas S/A exporta seus diversos artigos para aproximadamente 45 países, como Estados Unidos, Colômbia, Venezuela, Austrália e para o continente europeu. O destaque é a consolidação da marca Havaianas, que

passou por um interessante efeito multiplicador de expansão natural do produto no mercado estrangeiro.

A grande variedade de fornecedores de matéria prima, máquinas e componentes, aliada à tecnologia de produtos e inovações, faz do setor calçadista brasileiro um dos mais importantes do mundo. São mais de 300 indústrias de componentes instaladas no Brasil, mais de 400 empresas especializadas no curtimento e acabamento do couro, processando anualmente mais de 30 milhões de peles e cerca de uma centena de fábricas de máquinas e equipamentos.

É com esta estrutura altamente capacitada que os fabricantes de calçados realizam a produção do calçado brasileiro, hoje exportado para mais 100 países, detendo modernos conceitos de administração de produção e gestão de fabricação, como *just in time* e demais processos internacionais de qualidade. É uma indústria altamente especializada em todos os tipos de calçados: femininos, masculinos e infantis, além de calçados especiais, como ortopédicos e de segurança do trabalhador.

3.3.1. Análise Concorrencial

O mercado de atuação pode ser caracterizado pela elevada concorrência e competitividade. Os principais concorrentes serão apresentados logo abaixo, com descrição dos respectivos resultados obtidos sob diversos indicadores.

De acordo com dados do VALOR 1000 (2004), a representação dos resultados é feita por 8 classificações de indicadores financeiros e 1 classificação final, listando o desempenho das empresas no contexto geral no ano de 2003.

QUADRO 5 – Análise Concorrencial 1 - Crescimento Sustentável

Variação da receita líquida sobre variação do patrimônio líquido ajustado – em pontos		
1	Alpargatas	0,9960
2	Fiação e Tecidos Santo Antônio	0,9947
3	YKK	1,0158
4	Braspelco	1,0221
5	Santista Têxtil	1,0245
6	Cedro e Cochoeira	0,9741
7	Marisol	0,9671
8	Guararapes	0,9555
9	Dakota Nordeste	0,9267
10	Coteminas	1,0785
Média Setorial		1,0134

QUADRO 6 – Análise Concorrencial 2 – Receita Líquida

Classificação no setor por vendas líquidas anuais – em R\$ milhões		
1	Vicunha Têxtil	1.405,3
2	Coteminas	1.116,0
3	Alpargatas	743,2
4	Santista Têxtil	707,2
5	Grendene	573,9
6	Braspelco	556,1
7	Azaléia	474,8
8	Hering	297,7
9	Karsten	271,3
10	Guararapes	246,5
Média Setorial		363,8

QUADRO 7 – Análise Concorrencial 3 – Rentabilidade

Lucro líquido sobre o patrimônio líquido – em %		
1	Hering	61,7
2	Grendene	29,3
3	Azaléia Nordeste	22,2
4	Paramount Lansul	18,9
5	Alpargatas	16,6
6	Marisol	14,2
7	YKK	13,1
8	Dakota Nordeste	13,0
9	Coteminas	12,1
10	Karsten	10,2
Média Setorial		7,5

QUADRO 8 – Análise Concorrencial 4 – Margem de Atividade

Lucro da atividade sobre a receita líquida – em %		
1	Coteminas	22,9
2	Grendene	22,5
3	YKK	17,7
4	Vulcabrás do Nordeste	15,0
5	Hering	13,2
6	Fiação e Tecidos Santo Antônio	10,4
7	Paramount Lansul	10,4
8	Buettner	10,1
9	Vicunha Têxtil	9,7
10	Dakota Nordeste	9,2
Média Setorial		8,1

QUADRO 9 – Análise Concorrencial 5 – Liquidez Corrente

Ativo Circulante sobre o passivo circulante – em pontos		
1	Grendene	6,67
2	Dakota Nordeste	5,45
3	YKK	3,67
4	Alpargatas	3,11
5	Coteminas	3,08
6	Guararapes	2,97
7	Döhler	2,70
8	Marisol	2,63
9	Calçados Dilly	2,29
10	Calçados Beira Rio	2,24
Média Setorial		1,59

QUADRO 10 – Análise Concorrencial 6 – Geração de Valor

Ebitda sobre receita líquida - em %		
1	Grendene	41,4
2	Coteminas	29,3
3	YKK	28,8
4	Guararapes	24,4
5	Azaléia Nordeste	22,6
6	Vulcabrás do Nordeste	18,2
7	Hering	16,6
8	Karsten	16,5
9	Fiação e Tecidos Santo Antônio	15,6
10	Paramount Lansul	15,1
Média Setorial		14,6

QUADRO 11 – Análise Concorrencial 7 – Cobertura de Dívidas

Ebitda sobre despesas financeiras - em pontos		
1	Alpargatas	9,89
2	YKK	8,80
3	Azaléia Nordeste	8,43
4	Dakota Nordeste	6,67
5	Grendene	4,92
6	Fiação e Tecidos Santo Antônio	3,79
7	Paramount Lansul	3,69
8	Cedro e Cachoeira	2,88
9	Döhler	1,49
10	Karsten	1,42
Média Setorial		1,28

QUADRO 12 – Análise Concorrencial 8 – Giro do Ativo

Receita líquida sobre o ativo total - em pontos		
1	Calçados Dilly	1,44
2	Calçados Beira Rio	1,34
3	Paramount Lansul	1,20
4	Dakota Nordeste	1,20
5	Azaléia Nordeste	1,16
6	Karsten	1,14
7	Vulcabrás do Nordeste	1,12
8	Braspelco	1,12
9	Buettner	1,07
10	Santanense	1,02
Média Setorial		0,76

QUADRO 13 – Análise Concorrencial 9 – Classificação Final⁶

Pontuação obtida pelas empresas nos oito critérios acima		
1	Alpargatas	59
2	Grendene	56
3	YKK	53
4	Coteminas	47
5	Dakota Nordeste	31
6	Fiação e Tecidos Santo Antônio	30
7	Azaléia Nordeste	28
8	Braspelco	27
9	Hering	26
10	Santista Têxtil	26
Média Setorial		38

O que pode ser observado com estes dados é que a São Paulo Alpargatas S/A, em classificação geral de todos os indicadores financeiros apresentados, sai na frente com um bom desempenho em suas atividades. Isso se deve, principalmente, a alguns fatores que foram relevantes para tal classificação. São eles:

- Inovações para reduzir os custos de produção, cortes em despesas administrativas com mudanças de costumes, e racionalização de investimentos, deixando aqueles não tinham impacto no custo ou na qualidade dos produtos; gerando com isso o maior lucro da história da empresa com R\$ 82 milhões, representando aumento de 70% em relação ao ano anterior; e
- Habilidade para crescer de forma sustentada e capacidade para honrar as novas dívidas, que são características de uma empresa sólida.

Nesta análise, a VALOR 1000 (2004) diz que os números da São Paulo Alpargatas S/A devem multiplicar-se mesmo, de forma expressiva, se for em frente à ambiciosa estratégia de crescimento da empresa para o exterior.

Dando seqüência as análises concorrenciais, podemos verificar outros indicadores financeiros avaliados agora pela FORBES BRASIL (2004), que considera o *ranking* do setor para o ano de 2003.

⁶ Peso na pontuação – 2 para crescimento sustentável e receita, 1 para os demais critérios. Classificação em crescimento sustentável – quanto mais perto de 1, melhor.

próprias, adaptando rapidamente o produto às tendências da moda e aos esportes mais praticados localmente.

3.3.4. A distribuição

A distribuição do calçado no mercado doméstico apresenta-se muito regionalizada, com alguns grandes revendedores locais.

A partir de meados dos anos 90, ocorreu a descentralização regional da indústria calçadista, caracterizada pela instalação de unidades industriais no nordeste do país (provenientes, em especial, do Rio Grande do Sul), muito em função dos benefícios fiscais oferecidos, além dos menores custos de mão de obra. Atualmente, todas as grandes empresas do setor calçadista possuem unidades industriais no nordeste.

O processo de distribuição física dos produtos ocorre através de empresas transportadoras terceirizadas, sendo os principais canais de distribuição o comércio varejista de calçados e o atacadista.

3.4. PLANOS DE INVESTIMENTOS

Devido à tendência gradual ascendente dos bons resultados obtidos pela São Paulo Alpargatas S/A, o que pode ser verificado é que os planos futuros de investimentos da empresa estão voltados basicamente para a ampliação de suas linhas de produtos. Os novos lançamentos planejados pela empresa contarão com tecnologia avançada, no âmbito de ganhar maior *market share* perante aos seus concorrentes. A empresa tem a pretensão de voltar seus esforços para a ampliação e modernização destes produtos.

Com estes objetivos alcançados, a empresa tem uma ambiciosa estratégia de crescimento direcionada para o mercado externo, que vai dispor de seus novos produtos.

Contudo, a eficiência e a produtividade não estão menos vistos pela empresa, que tem como meta continuar proporcionado um bom desempenho nas suas atividades administrativas, como por exemplo, os cortes de custos de produção e despesas administrativas.

Todavia, os novos planos de investimentos estão orientados também para o item imobilizado que proporcionará a modernização, novas tecnologias e, incluindo também, os métodos de preservação do meio ambiente e ações sociais.

3.5. SWOT ANALYSIS

3.5.1. Pontos Fortes

- Melhoria do *mix* de produtos;
- Adequada estrutura patrimonial;
- Investimentos em ampliação, eficiência e modernização;
- Lançamento de produtos diferenciados;
- Detém participação de 30,62% na Santista Têxtil, que detém 4% do mercado mundial de tecidos jeans;
- Marcas fortes e reconhecidas;
- Aderiu ao Nível 1 dos métodos de governança corporativa da Bovespa.

3.5.2. Pontos Fracos

- Elevada correlação com o nível de renda;
- Elevadas provisões para reestruturação no passivo;
- Reduzida liquidez nos pregões da Bovespa;
- Do endividamento total da empresa, a maioria é denominada de moeda estrangeira.

3.5.3. Oportunidades

- Aumento de vendas externas;
- Consumo de calçados no país ainda é baixo;
- Aumentar o *share* em suas áreas de atuação, que atualmente é relevante;
- Estratégia de internacionalização;

- Potencial de mercado no médio prazo, dado a tendência de gradual crescimento da renda.

3.5.4. Ameaças

- Acirramento da concorrência;
- Aumento dos preços de alguns insumos, com destaque para os derivados petroquímicos, como o barril do petróleo;
- Desvalorização da moeda Argentina (peso) impacta negativamente o resultado da Santista Têxtil;
- Estratégias de aumento das exportações deve, em um primeiro momento, manter as despesas com vendas elevadas.

3.6. ESCOPO

3.6.1. Horizonte de Previsão

O horizonte de previsão da empresa ocorre através de um cenário moderado, da qual são projetados os três próximos anos de fluxo de caixa com a inclusão de um cenário de perpetuidade.

3.6.2. Moeda Utilizada

A moeda utilizada para a análise é a nacional, o Real (R\$), moeda corrente do país utilizada pela empresa.

3.6.3. Caracterização do Cenário

O cenário moderado pode considerar como grande influência o crescimento de mercado que continuará lento. O setor de atuação tem grande relação com a renda e o crédito, bem como o aumento dos preços de relevantes insumos, com destaque para os derivados petroquímicos, e o acirramento da concorrência. Há

uma tendência de estabilização da economia, com a conseqüente retomada do crescimento, que poderá beneficiar o setor produtivo.

3.6.4. Efeitos Inflacionários

Os eventuais aumentos de custos e de despesas serão automaticamente repassados ao preço final, visto que não está sendo considerada a inflação em termos de análise.

3.7. CONJUNTURA ECONÔMICA DO PAÍS E PERSPECTIVAS DE MERCADO

3.7.1 Variáveis Macroeconômicas

O crescimento econômico brasileiro apresenta-se ascendente, visto que a recuperação da economia prossegue em ritmo acelerado, o que certamente influencia mais fortemente nos resultados das empresas no médio prazo.

O relaxamento da política monetária e o câmbio real mais favorável contribuem para as etapas da recuperação do nível de atividade, inicialmente liberada por setores ligados às exportações ou diretamente beneficiados pela melhora das condições de crédito.

O mercado confia na melhora da bolsa e na continua apreciação do Real. O mercado de dólar também continua com uma tendência definida para a apreciação do Real, sobretudo se o nível de risco-Brasil continuar neste patamar tão favorável.

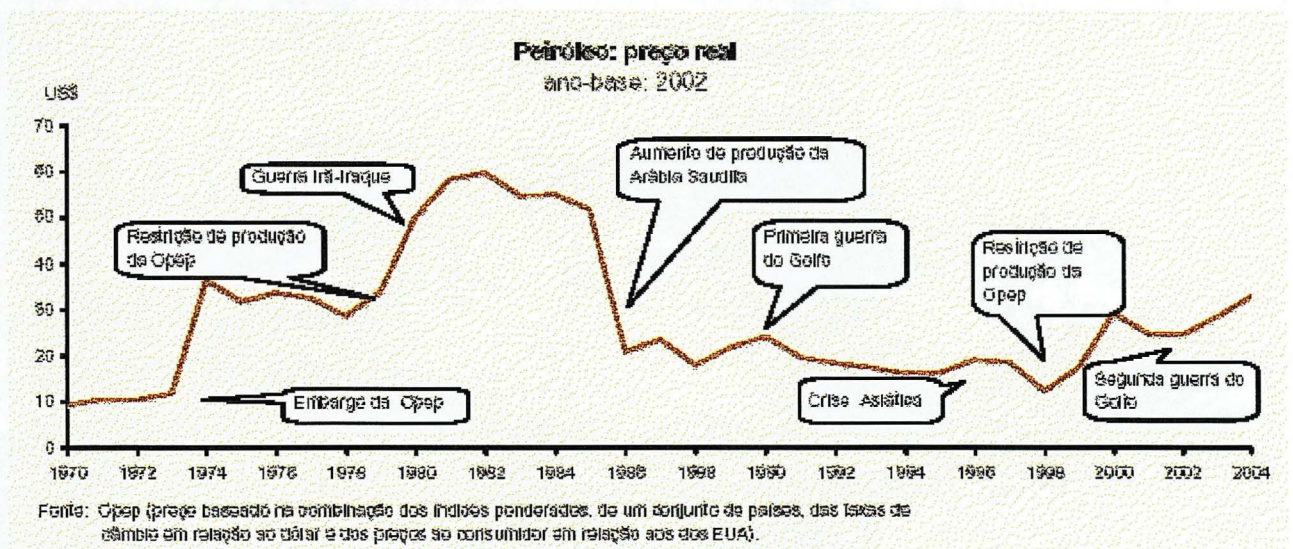
Por outro lado, o Brasil tem demonstrado dificuldades em atrair investimentos de forma a contrabalançar o aquecimento de demanda. Independente de qualquer juízo de valor macroeconômico, este é um fato que tem preocupado o mercado, sobretudo se observar a crescente utilização média da capacidade instalada. No estágio atual de expansão de vendas e produção e de elevados níveis de utilização de capacidade instalada, o desempenho dos investimentos torna-se fundamental para ampliar o potencial de crescimento da demanda se continua em fonte de pressão inflacionária.

Portanto, as condições de previsão de uma inflação em contraposição com o equilíbrio frágil de oferta e demanda, exigem uma taxa de juros real mais alta. Porém, elevar os juros para influenciar a demanda pode ser influenciada por um aperto monetário.

Outro fator de destaque para o setor da empresa é a escalada dos preços internacionais do petróleo. A elevação do preço do petróleo no mercado internacional desde os meados de 2003 tem suscitado preocupação nos principais países importadores e também no Brasil. Os preços do petróleo ainda situam em patamar elevado e mostram-se muito sensíveis a qualquer ameaça à capacidade de fornecimento dos grandes produtores.

No Brasil, o efeito indireto do aumento do preço do petróleo na estrutura de custos da economia resulta em forte impacto nos indicadores de preços, mas o efeito de transferência de renda do país para o exterior é bem menor do que no passado e menor que em países mais dependentes de importação de petróleo.

GRÁFICO 1 – Preço Real do Petróleo - ano-base 2002



Fonte: BACEN (2004).

3.7.2. Características do Setor

A oferta de calçados no Brasil pode ser segmentada a partir do porte das empresas e da sua forma de atuação. As grandes empresas atuam principalmente no mercado interno, com forte presença na produção de tênis, com tecnologias mais

sofisticadas e maiores despesas de marketing. Esse é o caso da São Paulo Alpargatas S/A (marcas próprias: Rainha e Topper), Azaléia (com tênis da marca própria Olympikus), da Grendene, Vulcabrás, Cambuci (marca própria: Penalty), Ortopé (marca de tênis: Ortopé), entre outras.

As médias empresas, especializadas em sapatos de couro (natural), têm atuação voltada especialmente para o mercado externo. Sua produção é em geral sub-contratada por grandes distribuidores externos, particularmente norte-americanos. Em geral, não atuam com marcas próprias no mercado externo. Esse é o caso, por exemplo, da Reichert, Schmidt, Paquetá, Dilly, Maide, Andreza, Daiby, Cariri, entre outras.

As micro e pequenas empresas utilizam-se preponderantemente de processos artesanais e estão mais sujeitas às variações conjunturais da economia.

3.7.2.1. Barreira de Entrada

Pode-se considerar que não existem fortes barreiras à entrada, seja por alta exigência de capital, ou seja, por aspectos tecnológicos, no agregado do setor, quando comparado a outros setores da economia. Mas, no caso dos calçados de materiais alternativos ao couro, as barreiras são mais significativas; e as áreas de marketing, distribuição e as marcas merecem atenção especial.

3.7.3. Desempenho do Setor

O aproveitamento da oportunidade de exportações, aliado a uma política de capitalização e investimentos em tecnologia adotada pela Coteminas e Santista Têxtil, levou o setor a apresentar um desempenho bom no ano de 2003. A valorização do real também contribuiu para reduzir o efeito financeiro das variações cambiais sobre o endividamento do setor. Por outro lado, o setor sofreu com os processos de reestruturação e obsolescência de alguns parques fabris.

A barreira criada pela desvalorização cambial ocorrida no ano de 2002 e a adoção do câmbio flutuante, criou condições de competitividade ao setor, que havia sido perdida com a abertura das exportações. O setor encontra-se maduro e em condições de elevar sua competição no mercado externo.

A recuperação econômica que se iniciou, deu condições ao setor de encerrar o exercício de 2003 com crescimento moderado, e no ano corrente tem-se preparado para prosseguir na recuperação da rentabilidade. Atualmente, com a recuperação econômica e conseqüente recuperação moderada do nível de emprego e renda do país, o que pode gerar um crescimento moderado para o setor.

QUADRO 15 – Performance Setorial Consolidada em 2003

PERFORMANCE SETORIAL CONSOLIDADA DE 30/06/2003					
SETOR	NÚMERO DE EMPRESAS	NÚMERO DE EMPRESAS COM PREJUÍZO		%	%
		jun/03	jun/02	jun/03	jun/02
ALIMENTOS	4	0	0	0	0
AUTO PEÇAS	6	1	3	17	50
AVIAÇÃO CIVIL	1	0	0	0	0
BENS DE CAPITAL	8	2	4	33	67
COMÉRCIO LOJISTA	3	1	0	33	0
CONSTR. CIVIL	4	0	0	0	0
DIVERSOS	3	0	1	0	33
ELETRÔ-ELETRÔNICA/INFORM.	3	2	1	67	33
FERTILIZANTES	2	0	1	0	50
INFRA ESTRUTURA	3	0	2	0	67
INST. FINANCEIRAS	3	1	1	20	20
METALÚRGICA	4	1	1	25	25
MINERAÇÃO/FERRO LIGAS	5	0	2	0	40
PAPEL/CELULOSE	6	0	3	0	50
PETRÓLEO/PETROQUIM./QUIM.	13	1	6	8	46
SERVIÇOS DE ENERGIA	16	6	8	38	50
SERVIÇOS TELECOM.	16	5	4	31	25
SIDERÚRGICA	8	0	5	0	63
TÊXTIL/CONFECÇÕES/VESTUÁRIO	8	8	4	100	50
18 SETORES					
TOTAL	116	28	46	24	40

Fonte: TÉCNICA ASSESSORIA (2004)

De acordo com o quadro acima, o que se pode verificar é que a quantidade de empresas com resultados negativos foi reduzida, atingindo 28% da amostra em 30/06/2003, contra 46% em 30/06/2002. Este comportamento reflete a tendência de reversão do cenário anterior e tem como principal causa à valorização do real frente ao dólar, que contribuiu para a melhoria do resultado financeiro das empresas. Além disso, apesar dos indicadores macroeconômicos demonstrarem queda da atividade, o desempenho das empresas abertas, principalmente o setor exportador demonstra forte potencial de lucratividade.

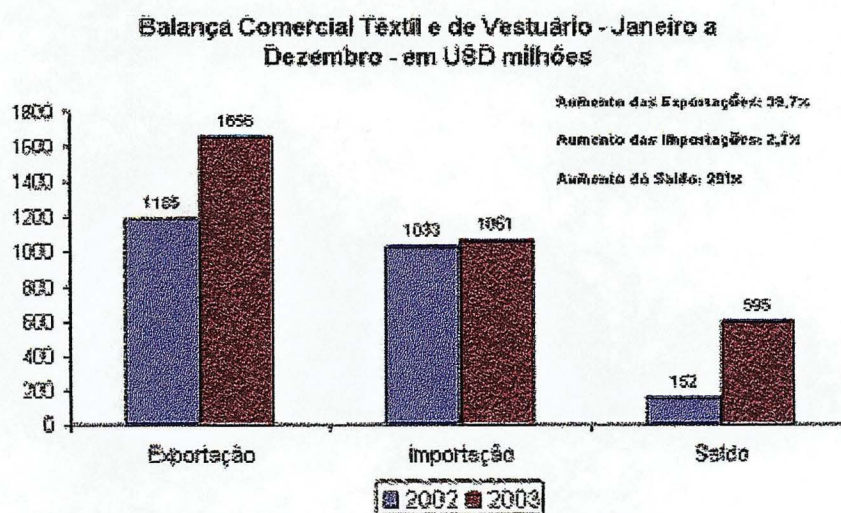
Nota-se uma rápida adequação das empresas a um cenário interno fraco e francamente favorável às exportações. O desempenho reflete também que a queda se deve a aspectos relacionados à perda de renda do consumidor e a aspectos psicológicos relacionados com a instabilidade dos postos de trabalho.

3.7.3.1. Importação e Exportação

O setor têxtil registrou no ano de 2003 o maior superávit comercial dos últimos 11 anos: 550 milhões de dólares, 260% a mais do que em 2002. As exportações, que somaram 1,6 bilhão de dólares, foram 40% superiores que as de 2002. Isso não impediu, porém, que o faturamento do setor ficasse praticamente estável. Em 2003, o setor registrou vendas de cerca de 23 bilhões e dólares, contra 22 bilhões no exercício de 2002.

Com relação às importações, os resultados têm um crescimento menor em 2003, porém o aumento chega a 2,7% com relação ao ano de 2002.

GRÁFICO 2 – Balança Comercial Têxtil e de Vestuário



Fonte: ABIT (2004)

QUADRO 16 – Balança Comercial Têxtil de 1998 a 2003

(em US\$ 1.000.000)

Ano	Exportação	Importação	Saldo
1998	1.113	1.923	(810)
1999	1.010	1.443	(433)
2000	1.222	1.606	(384)
2001	1.306	1.233	73
2002	1.185	1.033	152
2003	1.656	1.061	595

Fonte: ABIT (2004)

Em 2003, a Grécia importou 872 mil pares de calçados do Brasil, gerando US\$ 3,2 milhões, ficando em 33º lugar no ranking das exportações brasileiras de calçados. A Austrália importou 1,8 milhão de pares de calçados do Brasil, gerando US\$ 10,6 milhões, ficando em 15º lugar no ranking das exportações brasileiras de calçados. A Cingapura importou 144 mil pares de calçados do Brasil, gerando US\$ 815 mil. A Malta importou 16 mil pares de calçados do Brasil, gerando US\$ 85 mil. O Reino Unido (segundo maior importador de calçados do Brasil) importou 32% a mais de janeiro a agosto deste ano, em comparação ao mesmo período de 2003, passando de US\$ 62,6 milhões para 82,8 milhões. A Espanha, por sua vez incrementou em 116% seus pedidos, nos mesmos oito meses e agora está em sexto lugar na lista dos 10 principais compradores internacionais. Saiu de US\$ 13,4 milhões para US\$ 29 milhões. A Alemanha registrou acréscimo de 43%, ao importar o equivalente a US\$ 13,9 milhões, contra US\$ 9,7 milhões e é o oitavo maior importador.

3.8. PREMISSAS

3.8.1. Desempenho Econômico-Financeiro

A São Paulo Alpargatas S/A apresentou um bom desempenho operacional em 2003, especialmente quando comparado à perda do poder aquisitivo da população brasileira e à retração do setor calçadista, no decorrer do exercício. As vendas das diferentes unidades de negócios recuaram nos seis primeiros meses do ano, situação que foi revertida no segundo semestre. A estratégia industrial e comercial da empresa permitiu registrar volume de vendas superior à dos mercados em que atua, com ganho de *market share* em distintos segmentos.

O que pode ser observado que durante os últimos anos a empresa vem tendo um crescimento moderado em seus indicadores. De acordo com o quadro abaixo, podem se verificar estes resultados, que impreterivelmente, foram utilizados para a análise de seu valor final.

QUADRO 17 – Indicadores de Desempenho do ano de 2000 a 2003

Acumulados até:		31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
Vendas Brutas	R\$ milhões	690,7	727,6	816,2	919,6
Vendas Líquidas	R\$ milhões	580,3	610,3	683,9	767,2
Lucro Bruto	R\$ milhões	223,3	227,3	257,9	290,0
Lucro Operacional*	R\$ milhões	67,0	50,6	82,6	77,3
Lucro Líquido	R\$ milhões	67,7	32,7	47,8	82,0
EBITDA	R\$ milhões	79,2	72,0	89,6	90,2
Margem Bruta	%	38,5	37,2%	37,7%	37,8%
Margem EBITDA	%	13,6	11,8%	13,1%	11,7%

* Antes da variação cambial e encargos financeiros sobre impostos

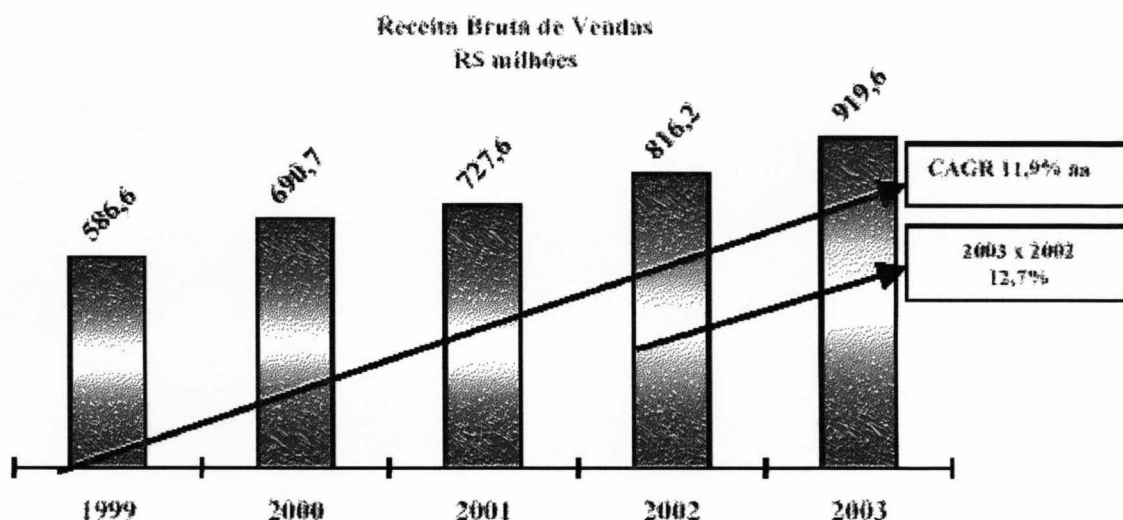
Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

3.8.1.1. Receita de Vendas e Rentabilidade Bruta

A receita bruta de vendas em 2003 foi de R\$ 919,6 milhões (crescimento de 12,7% em relação a 2002), impulsionada pelo empenho da empresa no desenvolvimento e inovação de produtos. Foram lançados 175 modelos de calçados,

o que levou a um *mix* de vendas com maior valor agregado. Também contribuíram para o aumento da receita a eficaz estratégia de comunicação e marketing como suporte à força das marcas da empresa, e o aumento de 37% (em dólares) das exportações.

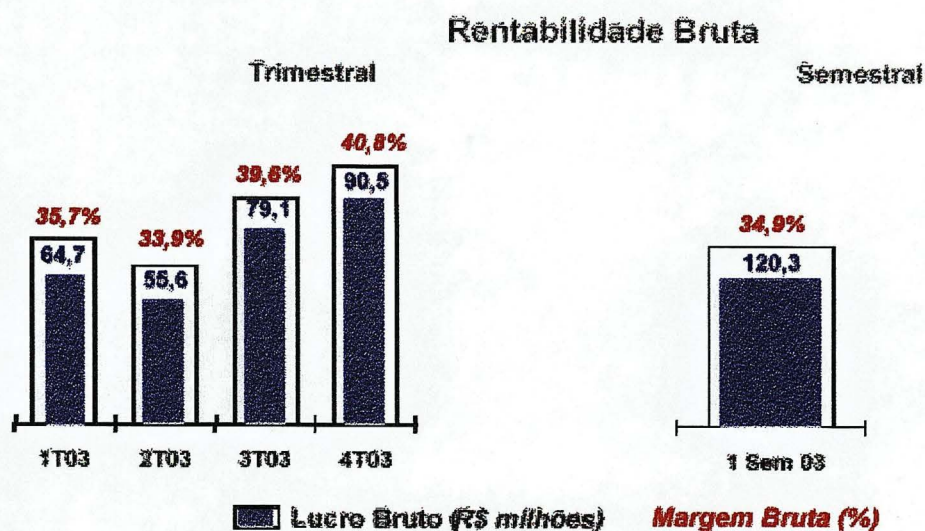
GRÁFICO 3 – Receita Bruta de Vendas de 1999 a 2003



Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

Os contínuos trabalhos visando a um melhor posicionamento de suas marcas, inovações dos produtos, crescimento das exportações e maior participação de calçados e lonas de maior valor agregado no faturamento contribuíram para este crescimento na receita de vendas.

GRAFICO 4 – Rentabilidade Bruta - Trimestral e Semestral



Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

3.8.1.2. Despesas Operacionais

Em 2003, as despesas operacionais da São Paulo Alpargatas S/A girou em torno do desenvolvimento de materiais, novas tecnologias, aperfeiçoamento dos processos industrial e logístico e treinamento de mão-de-obra, com o objetivo de reduzir os custos de produção. O ganho de produtividade e o *mix* de vendas com maior valor agregado proporcionaram ganho de rentabilidade e recuperação da margem bruta no segundo semestre. No último trimestre a margem bruta atingiu 40,8%, proporcionando uma margem de 37,8% no exercício. Com crescimento de 12,5% em relação a 2002, o lucro bruto atingiu R\$ 290 milhões no ano.

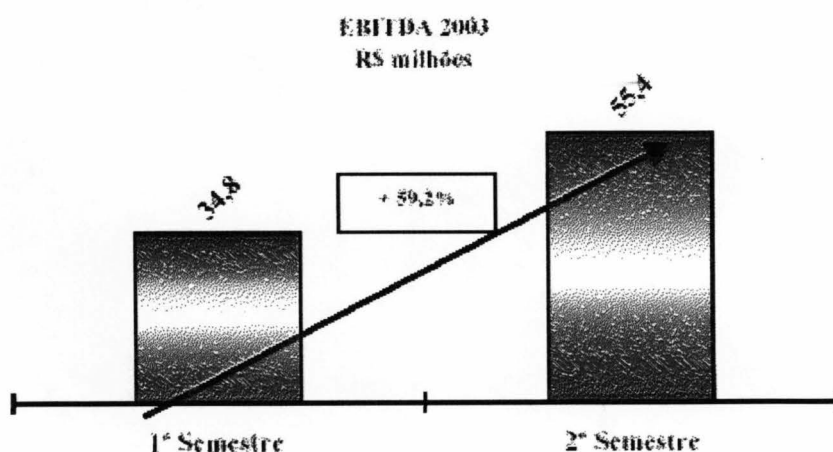
Simultaneamente ao trabalho desenvolvido na atividade fabril, de administração de custos com crescente ganho de produtividade, a empresa implementou forte controle das despesas operacionais. Como consequência, houve redução de 1,2 ponto percentual das despesas comerciais, gerais e administrativas, que encerraram o ano com participação de 33% na receita operacional líquida. O item de maior relevância neste grupo é as despesas comerciais, que, além de frete, força de vendas e *royalties*, incluem os gastos com propaganda, ponto de forte investimento na estratégia de diferenciação de marcas.

3.8.1.3. Lucro Operacional e EBITDA

No ano de 2003, o desempenho operacional do exercício, com crescente ganho de rentabilidade, levou a um lucro operacional de R\$ 84,8 milhões, 105% maior em relação ao resultado de 2002. Também contribuiu para o resultado do ano a receita de equivalência patrimonial de R\$ 12,8 milhões oriunda do investimento na Santista Têxtil.

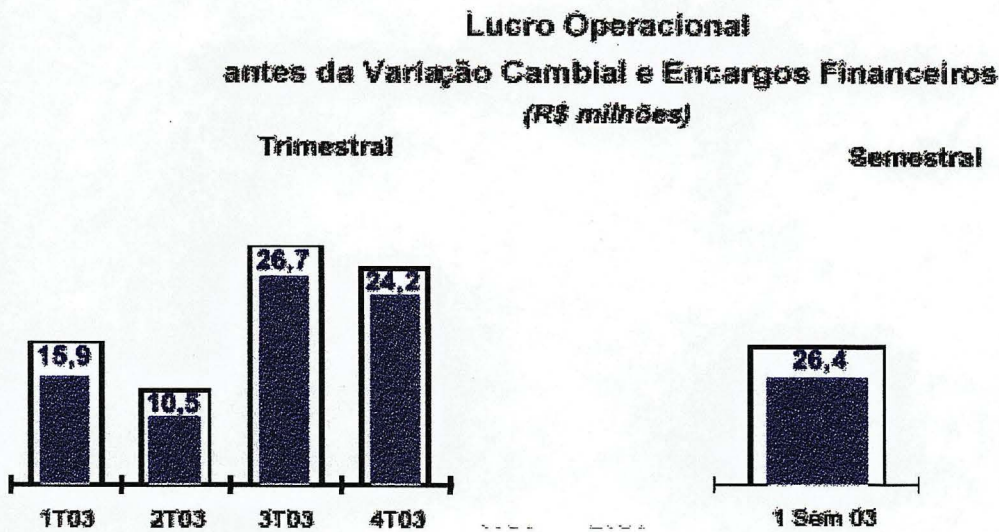
O EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) foi de R\$ 90,2 milhões, com margem de 11,7% sobre a receita líquida. O desempenho do EBITDA de 2003 pode ser dividido em dois períodos distintos: o primeiro semestre, quando o mercado e as vendas estiveram desaquecidos, e o segundo semestre, quando a empresa beneficiou-se do *mix* de vendas com maior valor agregado e dos ganhos de produtividade. O EBITDA do primeiro semestre atingiu R\$ 34,8 milhões, com margem de 10,1%, em comparação a um resultado de R\$ 55,4 milhões e margem de 13,1% no segundo semestre do ano, confirmando a tendência de recuperação de rentabilidade.

GRÁFICO 5 – EBITDA de 2003



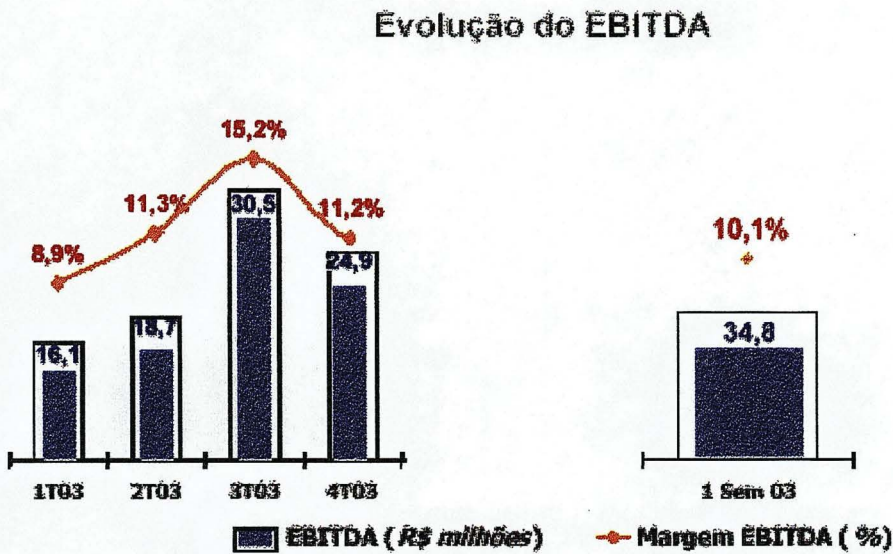
Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

GRAFICO 6 – Lucro Operacional antes da Variação Cambial e Encargos Financeiros – Trimestral e Semestral



Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

GRAFICO 7 – Evolução do EBITDA – Trimestral e Semestral



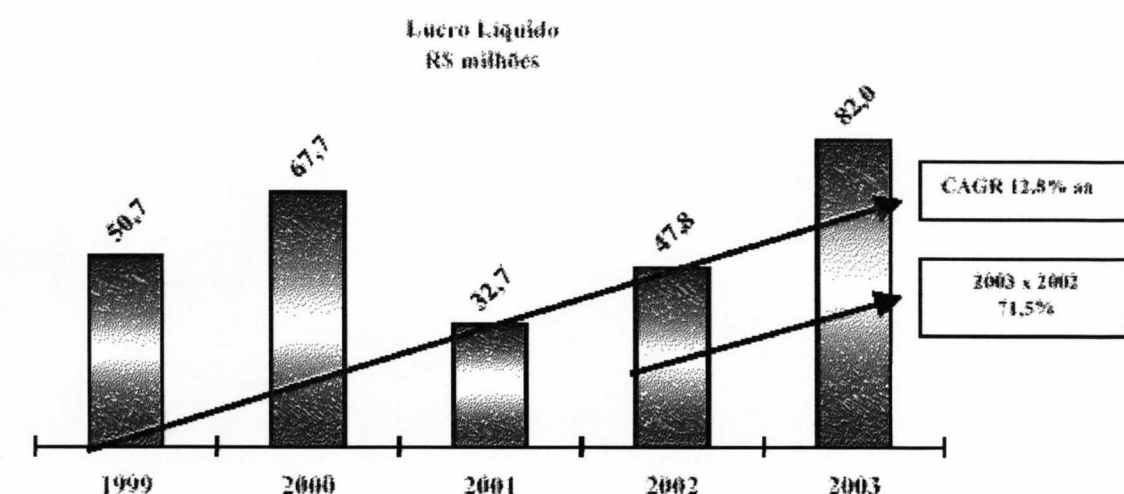
Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

3.8.1.4. Lucro Líquido

Em 2003, a empresa registrou lucro líquido de R\$ 82 milhões no exercício, com crescimento de 71,5% ante o resultado do ano anterior, em razão dos seguintes

fatores: contínua inovação nas linhas de produtos; diferenciação e valorização das marcas; dedicação à qualidade; *mix* de vendas e maior valor agregado; e rígido controle de custos e despesas. A margem líquida subiu de 7% para 10,7% e a rentabilidade do Patrimônio Líquido de 11% para 17,5%. O lucro por lote de mil ações foi de R\$ 43,98.

GRÁFICO 8 – Lucro Líquido de 1999 a 2003



7Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

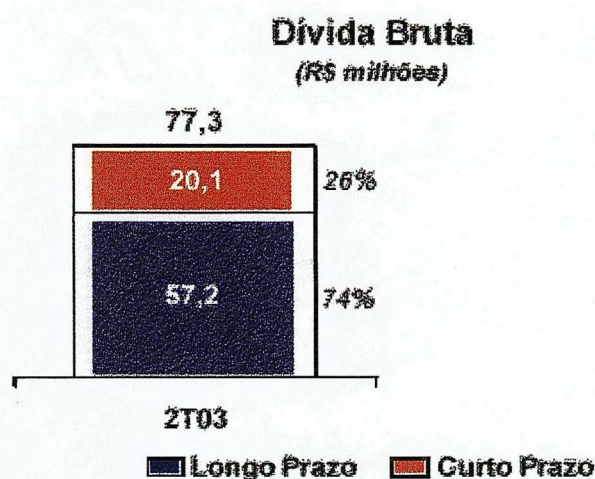
3.8.1.5. Fluxo de Caixa e Endividamento

A São Paulo Alpargatas S/A encerrou o exercício de 2003 com saldo de caixa de R\$ 136,6 milhões, ante uma posição inicial de R\$ 120,7 milhões. Os principais ingressos referem-se à geração de caixa pelas operações, à captação de empréstimos, ao recebimento de dividendos e à venda de ativos. Os maiores desembolsos ocorreram com o aumento do investimento na Santista Têxtil, para 50% das ações com direito a voto e 30,7% do capital total, investimentos em ativo imobilizado e pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio. Em razão da geração de caixa, os desembolsos de R\$ 29,9 milhões a título de remuneração dos acionistas, realizados no decorrer do ano, não oneraram o nível de endividamento da empresa. O capital de giro foi mantido sob controle, com aumento inferior ao crescimento das vendas. O desempenho deve-se, principalmente, à redução do nível de estoques, especialmente no quarto trimestre do ano.

Com relação ao endividamento que ao final de 2003 apresentou redução de R\$ 15,7 milhões em relação ao ano anterior, atingiu R\$ 67,1 milhões. O baixo nível de endividamento, combinado à forte geração de caixa, cria uma relação de dívida/EBITDA de 0,7. Com saldo de caixa de R\$ 136,6 milhões no final do exercício, o caixa líquido foi de R\$ 69,5 milhões, deduzindo-se a totalidade da dívida. Em 31 de dezembro de 2003, 91% dos empréstimos eram em moeda estrangeira. A Alpargatas mantém 100% da dívida em moeda estrangeira com vencimento de 12 meses com *hedge* contra variações cambiais. O perfil do endividamento é predominantemente de longo prazo, com 56% vencendo até 2012.

O perfil do endividamento da São Paulo Alpargatas S/A concentra-se predominantemente em linhas de recursos em moeda estrangeira, sendo que a maior parte de seu passivo financeiro é de longo prazo.

GRAFICO 9 – Dívida Bruta em longo e curto prazo



Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

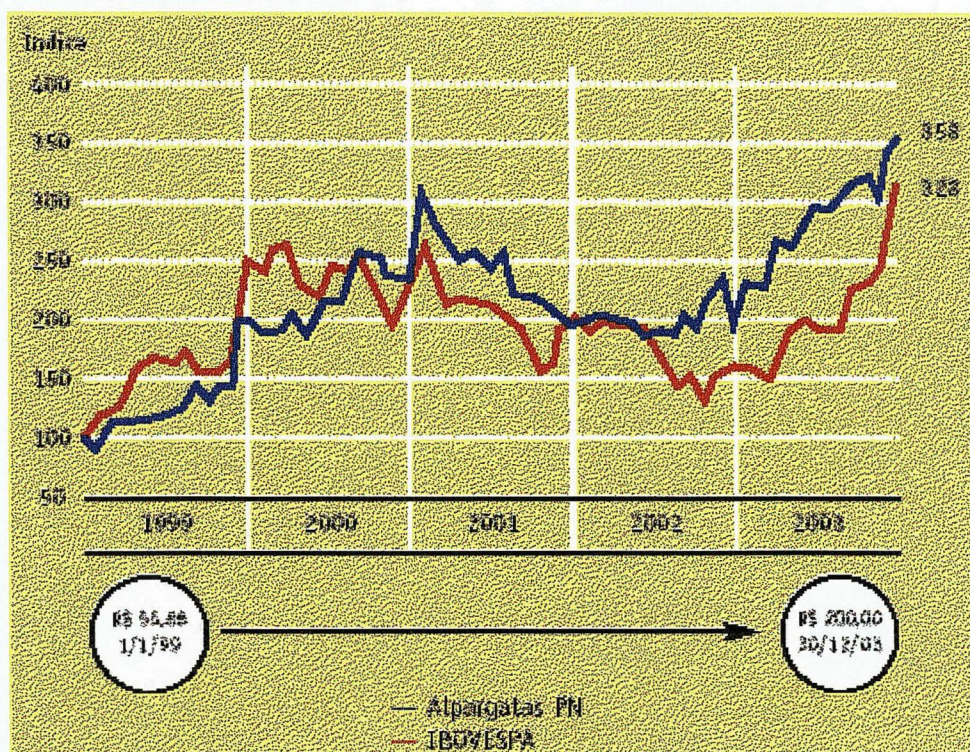
3.8.1.6. Mercados de Capitais

No final de dezembro de 2003, o lote de mil ações preferenciais da São Paulo Alpargatas S/A estava cotado a R\$ 200,00, com uma valorização de 83% no ano. O valor de mercado da Companhia era de R\$ 389 milhões ou US\$ 134 milhões.

Em 2003, as ações preferenciais da São Paulo Alpargatas S/A foram negociadas em cerca de 73% dos pregões da Bovespa. No total, foram negociadas

157 milhões de ações (8% do capital), com um volume financeiro de R\$ 26,6 milhões.

GRAFICO 10 – Evolução das Ações Preferenciais X IBOVESPA



Fonte: SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. (2004)

3.8.2. Taxa de Desconto

A taxa de desconto foi calculada de acordo com o custo de capital da empresa. A figura abaixo representa os cálculos realizados para determinação deste custo.

FIGURA 6 – Cálculo do Custo de Capital da Empresa

CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL					
Item	Encargos	Valor	Participação na Estrutura de Capital	Custo de Capital	Custo Ponderado
1	variação cambial+juros	111.775	5,2849	0,0066	0,0348
2	variação cambial+juros	989	0,0468	0,0066	0,0003
3	variação cambial+juros	8.337	0,3942	0,0064	0,0025
4	TJLP+juros	43.639	2,0633	0,0063	0,0129
5	Ações Preferenciais	1.029.271	48,6655	0,1415	6,8862
6	Ações Ordinárias	920.979	43,5453	0,1415	6,1617
TOTAL		2.114.990	100	-	13,10%
Base de Dados - Cálculos					
1)	Variação Cambial	0,21	0,9984	0,0066	
	Juros (US\$)	6,90			
2)	Variação Cambial	0,66	1,0014	0,0066	
	Juros (CHF)	6,75			
3)	Variação Cambial	0,25	0,9640	0,0064	
	Juros (EUR)	3,18			
4)	TJLP	0,11	0,9507	0,0063	
	Juros	0,09			
5)	prêmio risco	0,05	0,1415		
	beta	0,43			
	taxa livre de risco	0,12			

4. CONCLUSÃO

As empresas exercem a sua atividade em envoltórios fortemente competitivos, com crescentes necessidades de remunerar adequadamente os seus credores e proprietários, por forma a sobreviverem e a atraírem os capitais necessários à sua atividade de exploração e programas de investimentos.

A avaliação monetária de uma empresa não deve se restringir a seus dados patrimoniais de momento, ainda que devidamente ajustados, nem a outras variáveis isoladas, ainda que preponderantes. Uma empresa pode estar hoje em situação de liquidez e patrimônio líquido positivos e operando com lucros, porém desatenta com fatores externos e internos como: mercado em declínio, inadimplência crescente, produtos obsoletos, falta de qualidade, desorganização administrativa, ausência de planejamento estratégico; portanto, com perspectivas futuras totalmente negativas. Inversamente, uma empresa em situação de dificuldades e de comprometimento generalizado, se efetivamente empenhada num projeto que contemple e incorpore: mercado ascendente, produtos compatíveis com a necessidade do consumidor, qualidade, planejamento estratégico adequado, capacidade comercial e administrativa, poderá estar caminhando para um futuro promissor e de pleno sucesso.

Um fator a ser observado entre os modelos de avaliação, que podem ser adotados pelo investidor, tem características relevantes em seu desenvolvimento. Dentre eles, tem-se, por exemplo, o valor contábil, que conta com a vantagem do valor encontrado utilizar um período muito curto _ valor baseado no Patrimônio Líquido _, porém avalia somente o passado histórico da empresa, não calculando o intangível. Isso se aplica também ao modelo de avaliação patrimonial de mercado, pois desconsidera o futuro. Já o valor de liquidação tem seu valor base calculado para quitação os ativos e passivos monetários, sendo limitado a situações específicas. Contudo, no caso específico, a mensuração do valor da São Paulo Alpargatas S/A foi baseado no fluxo de caixa descontado, método este, mais utilizado pelo mercado e com capacidade de determinar a dimensão da geração de riqueza futura da empresa.

E de acordo com os objetivos do trabalho, este valor baseado no fluxo de caixa descontado pode apresentar técnicas de avaliação, tanto quanto seus resultados, vantagens e desvantagens. A estratégia da empresa ao adotar tal método dá-se a necessidade do acionista em gerar riqueza ao seu próprio negócio, podendo avaliar também, o custo médio ponderado do capital em função da estrutura ideal de financiamento, as vantagens do mercado em que atua e o perfil competitivo da empresa, dentre outros.

Neste primeiro semestre de 2004, a empresa apresentou bons resultados, na qual demonstram que a mesma está progredindo com segurança e refletindo o acerto da estratégia definida: posicionamento das marcas, desenvolvimento dos funcionários, excelência operacional e rentabilidade. O desempenho nas vendas, tanto no mercado interno quanto externo, e os ganhos de eficiência levaram a empresa a ter um aumento em sua rentabilidade líquida.

A empresa conta com perspectivas favoráveis para o ano de 2004 e especialmente para o médio prazo, onde tem a seu favor:

- a tendência de maior estabilidade cambial;
- *mix* de produtos diversificados e diferenciados em todas as suas áreas de atuação;
- investimentos em modernização;
- relevante *share*;
- estratégia de busca de mercados alternativos no exterior; e
- adequada estrutura patrimonial.

Entretanto, isso demonstra que a empresa tem condições de apresentar rentabilidade gradualmente ascendente. Como reflexo, o fluxo de caixa projetado neste trabalho apresentou um valor econômico de R\$ 760 milhões, representando um potencial de valorização de 54% com relação ao mercado. A ressalva de determinada valorização se faz pelas incertezas do curto prazo com a alta correlação do setor de atuação: como a renda e o crédito; o aumento de preços de insumos relevantes, como derivados petroquímicos; o acirramento concorrencial; a deteriorização dos indicadores sociais; e os elevados patamares de juros.

E finalmente, o trabalho se conclui exprimindo que: avaliar uma empresa é colocar-se no lugar do investidor que pretende mensurá-la e, a partir de sua situação

patrimonial de momento, projetar suas vendas, custos, despesas, prazos de pagamento, prazos de recebimento, níveis de estoques, fidelidade de clientes e fornecedores dentre outros fatores, e daí extrair os resultados de um fluxo de caixa pelo prazo pretendido para o retorno do capital a ser aplicado, considerada a taxa de interesse objetivada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANÁLISE FINANCEIRA. **Análise Fundamentalista.** Disponível em: <www.analisefinanceira.com.br/analises/nt.htm> Acesso em: 23 jan. 2004

ANÁLISE FINANCEIRA. **Análise de Empresas.** Disponível em: <www.analisefinanceira.com.br/analises/analises.htm> Acesso em: 21 out. 2004

ASSAF, N. A. **Finanças Corporativas e Valor.** São Paulo: Atlas, 2003.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA TÊXTIL E DE CONFECÇÃO. **Balança Comercial.** Disponível em: <www.abit.org.br/dados/balanca.shtml> Acesso em: 22 out. 2004.

BANCO ARBI. **Informe Setorial.** Disponível em: <www.bancoarbi.com.br/empauta.pdf> Acesso em: 22 out. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Economia e Finanças.** Disponível em: <www.bacen.gov.br/?ECONOMIA> Acesso em: 15, 16 e 29 maio 2004.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Informe Setorial: O setor de Calçados no Brasil.** Disponível em: <www.bndes.gov.br> Acesso em: 23 jun. 2004.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Linhas de Apoio Financeiro.** Disponível em: <www.bndes.gov.br> Acesso em: 24 jun. 2004.

BANCO SAFRA. **Análise Setorial.** Disponível em: <www.bancosafra.com.br> Acesso em: 21 out. 2004.

BOENTELE, P. Avaliação das pontocom: as velhas regras ainda contam. Disponível em: <www.unicainformatica.com.br/pontocom.asp> Acesso em: 23 jan. 2004.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Mercado.** Disponível em: <www.bovespa.com.br> Acesso em: 24 jun. 2004.

BULGACOV, S. **Metodologia do Trabalho Científico.** Curso de MBA em Finanças Corporativas, 2003.

CONFORTO, S. Um pouco de cautela, antes de investir. Disponível em: <www.unicainformatica.com.br/conteudo.asp?conteudo=120> Acesso em: 23 jan. 2004.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas: Valuation.** São Paulo: Makron Books, 2000.

COSTA SALGUEIRO CONSULTORIA. Como eu posso determinar o valor de minha empresa?. Disponível em: <www.csalgueiro.com.br/Artigos/valorempresa.html> Acesso em: 22 jan. 2004.

CUEROAMERICA.COM. Disponível em: <www.cueroamerica.com/portugues> Acesso em: 21 out. 2004.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.

DFP – DEMOSTRAÇÕES FINANCEIRAS PADRONIZADAS. Disponível em: <www.cvm.com.br> Acesso em: 12 dez. 2003.

FALCINI, P. **Avaliação Econômica de Empresas**. São Paulo: Atlas, 1992.

FORBES BRASIL PLATINUM. Os passos de uma sandália de sucesso. São Paulo: Ed. Forbes do Brasil, n. 92, Julho 2004.

FREZATTI, F. **Gestão de Valor na Empresa: uma abordagem de valuation a partir da Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

GIACOMETTI, C. C. O valor da Empresa. Disponível em: <www.ibef.com.br/prod02.htm> Acesso em: 14 out. 2003.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GROPPELLI, A. A. **Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

GLOBAL21. **Balança Comercial do Setor Têxtil é a maior dos últimos anos**. Disponível em: <www.global21.com.br/institucional> Acesso em: 21 out. 2004.

HSM MANAGEMENT. Quanto vale sua empresa. São Paulo: HSM do Brasil, ano 3, n. 13, Março-Abril 1999.

HSM MANAGEMENT. Como evitar o jogo de soma zero. São Paulo: HSM do Brasil, ano 4, n. 24, Janeiro-Fevereiro 2001.

IAN – INFORMAÇÕES ANUAIS. Disponível em: <www.cvm.com.br> Acesso em: 12 dez. 2003.

INTERMERCADOS DESENVOLVIMENTO E CONSULTORIA. Os riscos empresariais e Valor da Empresa. Disponível em: <www.intermercados.com.br/deriv/capitulo2.pdf> Acesso em: 14 out. 2003.

INVESTSHOP.COM. Entenda o famoso preço justo. Disponível em: <www.investshop.com.br/artigo.asp?artigo=2862&area=MER> Acesso em: 23 jan. 04.

INVESTSHOP.COM. Valor Patrimonial x Valor de Mercado. Disponível em: <www.investshop.com.br/pop_imprime.asp?area=MER&artigo=4215&detalhe=ARTIG> Acesso em: 23 jan. 04.

ITR – INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS. Disponível em: <www.cvm.com.br> Acesso em: 12 dez. 2003.

LEMES J., A. B.; CHEROBIM, A. P. e RIGO, C. M. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MARTINEZ, A. L. **Buscando o Valor Intrínseco de uma Empresa: Revisão das Metodologias para Avaliação dos Negócios**. *Anais do 23º Encontro da ANPAD*. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

NEIVA, R. A. **Valor de Mercado da Empresa**. São Paulo: Atlas, 1997.

O QUE É VALUE BASED MANAGEMENT. Disponível em: <http://www.gesbanha.pt/consultorio/artigos/value_based_manag.pdf> Acesso em: 07 out. 2004.

RAE – REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS. Uma Teoria de Avaliação de Negócios. Rio de Janeiro: Ed. Fundação Getúlio Vargas, v. 31, n. 1, Janeiro-Março 1991.

ROSS, S. A. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1997.

SÃO PAULO ALPARGATAS S.A. **Finanças – Relação com Investidores**. Disponível em: <www.alpargatas.com.br/investidores_ie.htm> Acesso em: 11, 12 e 15 out. 2004.

SARRAFF, M. **Fusões, Aquisições e Incorporações**. Curitiba. CEPPAD. Material didático do Curso de MBA em Finanças Corporativas, 2003.

SOUZA, A. **Decisões Financeiras e Análises de Investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

TÉCNICA ASSESSORIA. **Desempenho Setorial**. Disponível em: <www.tecnicaassessoria.com.br> Acesso em: 23 out 2004.

VALOR 1000. No mesmo passo das famosas “legítimas”. Rio de Janeiro: Ed. Valor Econômico, ano 4, Junho 2004.

ANEXOS

ANEXO 1

São Paulo Alpargatas S/A

ATIVO

Balanco Patrimonial Consolidado (x R\$ 1000)

ATIVO		31/12/03	31/12/02	31/12/01	31/12/00	31/12/99	31/12/98
ATIVO TOTAL	86,38%	906.446	892.898	738.413	687.792	606.436	567.024
Ativo Circulante	51,49%	540.355	510.585	382.747	383.590	338.703	319.194
Disponibilidades	14,88%	156.154	162.178	103.299	134.366	109.976	109.954
Caixas e Bancos	0,36%	3.796	9.079	6.165	3.108	4.594	2.202
Aplicações Financeiras	14,52%	152.358	153.099	97.134	131.258	105.382	107.752
Créditos	19,66%	206.293	188.806	145.408	124.363	119.626	105.625
Clientes	21,43%	224.849	214.763	169.338	157.592	154.814	130.646
Adiantamentos sobre Contrato de Câmbio	-0,45%	-4.728	-12.132	-11.014	-20.549	-23.245	-12.530
Provisão p/ Créd. de Liq Duvidosa	-1,32%	-13.828	-13.825	-12.916	-12.680	-11.943	-12.491
Estoques	11,55%	121.252	101.674	93.777	86.274	77.993	73.354
Produtos Acabados	4,64%	48.703	40.461	39.806	35.472	34.182	33.499
Produtos em Processo	2,09%	21.926	18.752	15.967	14.598	11.820	14.216
Matérias-primas	4,35%	45.603	36.756	35.164	32.595	26.840	23.500
Outras	0,77%	8.056	9.106	6.560	6.418	7.781	5.337
Provisão para Perdas nos Estoques	-0,29%	-3.036	-3.401	-3.720	-2.809	-2.630	-3.198
Outros	5,40%	56.656	57.927	40.263	38.587	31.108	30.261
Contas à Receber - Venda Ativo Permanente	0,31%	3.288	3.401	0	0	517	10.235
Despesas Antecipadas	0,37%	3.839	2.959	6.429	2.888	2.552	5.756
Despesas Antecipadas Propaganda	0,98%	10.260	7.135	0	0	0	0
IR/CSLL Diferidos	0,80%	8.394	6.917	6.516	18.952	11.565	0
Impostos a Recuperar	1,95%	20.481	22.683	8.305	0	0	0
Adiantamentos a Despachantes	0,03%	317	492	836	0	0	0
Contas a Receber Funcionários	0,29%	3.006	2.464	1.320	0	0	0
Comissão Licenciadas a Receber	0,11%	1.143	837	994	0	0	0
Outros Ativos	0,56%	5.928	11.039	15.863	16.747	16.474	14.270
Ativo Realizável a Longo Prazo	9,02%	94.608	115.397	104.917	73.538	45.839	37.275
Créditos Diversos	9,02%	94.608	115.397	104.917	73.538	45.839	37.275
Contas à Receber - Venda Ativo Permanente	0,00%	0	0	0	252	246	481
Bens Destinados a Venda	1,62%	16.965	15.111	16.571	16.680	20.309	17.896
Depósitos Compulsórios	0,45%	4.746	4.798	7.165	9.102	5.474	7.884
Impostos a Recuperar	0,81%	8.544	25.108	29.233	19.566	15.063	11.014
Outras Contas a Receber	0,98%	10.309	14.130	206	0	0	0
IR/CSLL Diferidos	5,15%	54.044	56.250	51.742	27.938	4.747	0
Créditos com Pessoas Ligadas	0,00%	0	0	0	0	0	0
Outros	0,00%	0	0	0	0	0	0
Ativo Permanente	25,87%	271.483	266.916	250.749	230.664	221.894	210.555
Investimentos	-0,44%	-4.613	195	196	196	197	196
Imobilizado	24,97%	262.069	252.971	238.699	223.648	216.391	202.812
Diferido	1,34%	14.027	13.750	11.854	6.820	5.306	7.547

ANEXO 2

São Paulo Alpargatas S/A

PASSIVO

Balanco Patrimonial Consolidado (x R\$ 1000)

PASSIVO		31/12/03	31/12/02	31/12/01	31/12/00	31/12/99	31/12/98
PASSIVO TOTAL	86,38%	906.446	892.898	738.413	686.792	606.436	567.024
Passivo Circulante	21,12%	221.624	253.421	182.791	198.946	187.206	189.034
Empréstimos e Financiamentos	8,07%	84.668	94.190	68.011	75.938	80.629	75.024
Debêntures	0,00%	0	0	0	0	0	0
Fornecedores	3,26%	34.180	43.525	18.291	20.768	19.621	27.884
Impostos, Taxas e Contribuições	2,33%	24.419	16.159	11.071	24.177	12.005	6.325
Dividendos a Pagar	2,31%	24.271	26.265	7.767	13.230	10.180	5.695
Provisões	0,86%	9.057	9.961	24.592	14.530	19.082	33.888
Dívidas com Pessoas Ligadas	0,00%	0	0	0	0	0	0
Outros	4,29%	45.029	63.321	53.059	50.303	45.689	40.218
Passivo Exigível a Longo Prazo	18,25%	191.542	201.082	137.735	86.458	68.664	77.283
Empréstimos e Financiamentos	7,63%	80.072	90.475	56.444	59.368	65.896	75.633
Debêntures	0,00%	0	0	0	0	0	0
Provisões	5,73%	60.097	65.917	40.986	0	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	0,00%	0	0	0	0	0	0
Outros	4,90%	51.373	44.690	40.305	27.090	2.768	1.650
Resultados de Exercícios Futuros	0,00%	0	0	0	0	382	1.528
Participações Minoritárias	0,00%	5	4	2	4	0	0
Patrimônio Líquido	47,01%	493.275	438.391	417.885	401.384	350.184	299.179
Capital Social Realizado	26,06%	273.510	273.510	273.510	273.510	273.510	273.510
Reservas de Capital	0,41%	4.324	3.901	3.202	3.587	3.588	4.724
Reservas de Reavaliação	0,00%	0	0	0	0	0	0
Reservas de Lucro	20,53%	215.441	160.980	141.173	124.287	73.086	20.945
Lucros/Prejuízos Acumulados	0,00%	0	0	0	0	0	0

ANEXO 3

São Paulo Alpargatas S/A

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO

Demonstração do Resultado (x R\$ 1000)

	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.245.792	1.056.372	932.082	871.872	740.123	655.660
Deduções da Receita Bruta	-196.390	-154.494	-136.282	-129.557	-109.159	-91.800
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.049.402	901.878	795.800	742.315	630.964	560.860
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-699.741	-582.213	-516.028	-476.629	-393.978	-372.393
Resultado Bruto	349.661	319.665	279.772	265.686	236.986	188.467
Despesas/Receitas Operacionais	-257.275	-275.121	-240.891	-201.798	-185.527	-166.421
Com Vendas	-225.568	-209.348	-188.495	-163.229	-136.244	-115.598
% sobre receita líquida	-21%	-23%	-24%	-22%	-22%	-21%
Gerais e Administrativas	-61.354	-52.209	-50.718	-45.246	-45.050	-44.213
% sobre receita líquida	-6%	-6%	-6%	-6%	-7%	-8%
Financeiras	34.261	-33.108	-2.673	9.123	-23.670	5.838
Outras Receitas Operacionais	3.758	26.198	6.058	38.638	44.361	31.342
Outras Despesas Operacionais	-8.372	-6.654	-5.063	-41.084	-24.924	-43.790
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	92.386	44.544	38.881	63.888	51.459	22.046
Receitas Não Operacional	-432	8.306	404	838	-45	6.597
Receitas	888	12.277	3.298	6.022	4.803	19.769
Despesas	-1.320	-3.971	-2.894	-5.184	-4.848	-13.172
Resultado Antes Tributação/Participações	91.954	52.850	39.285	64.726	51.414	28.643
Provisão para IR e Contribuição Social	-17.607	-4.323	-20.270	736	-1.677	-738
IR Diferido	5.909	-2.417	12.549	0	0	0
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	1	0	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0
Participações Minoritárias	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	80.256	46.110	31.565	66.462	49.737	27.905

ANEXO 4

São Paulo Alpargatas S/A

LUCRO OU PREJUÍZO POR AÇÃO

Lucro ou Prejuízo por Ação

	Último Exercício	Penúltimo Exercício	Antepenúltimo Exercício	Último Exercício	Penúltimo Exercício	Antepenúltimo Exercício
	01/01/2003 a	01/01/2002 a	01/01/2001 a	01/01/2000 a	01/01/1999 a	01/01/1998 a
	31/12/03	31/12/02	31/12/01	31/12/00	31/12/99	31/12/98
Nº Ações, Ex. Tesouraria (Mil)	1.863.583	1.863.583	1.863.583	1.863.583	1.867.433	1.886.752
Lucro por Ação (R\$)	0,04307	0,02474	0,01694	0,03566	0,02663	0,01479
Prejuízo por Ação (R\$)	0	0	0	0	0	0

ANEXO 5

São Paulo Alpargatas S/A

PREVISÕES % RECEITA LÍQUIDA

Previsões % Receita Líquida	2003	2004	2005	2006
Receita	1.049.402	18,0%	10,0%	10,0%
CPV	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
Despesas com Vendas e Marketing	21,5%	22,0%	22,0%	22,0%
Outras despesas / receitas	-4.614	-4.700	-4.700	-4.700
Despesas Gerais e Administrativas	-5,8%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
Depreciações e Amortizações	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital de Giro	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%
Imobilizado	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Diferido	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Realizável de Longo Prazo	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Exigível de Longo Prazo Não Oneroso	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Provisão de IR e C.S.S.L	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%

ANEXO 6

São Paulo Alpargatas S/A

PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

Projeção Fluxo de Caixa em Mil Reais	2003	2004	2005	2006
Receita Líquida	1.049.402	1.206.812	1.327.494	1.460.243
Custo dos Produtos Vendidos		844.769	929.245	1.022.170
Lucro Bruto		362.044	398.248	438.073
Margem Bruta (%)		30,0%	30,0%	30,0%
Despesas com Vendas e Marketing		277.567	305.324	335.856
% sobre a Receita Líquida		23,0%	23,0%	23,0%
Outras despesas / receitas		-4.614	3.500	3.500
% sobre a Receita Líquida		0,4%	-0,3%	-0,2%
Despesas Gerais e Administrativas		-72.409	-79.650	-87.615
% sobre a Receita Líquida		-6,0%	-6,0%	-6,0%
EBITDA		161.500	169.074	186.332
% sobre a Receita Líquida		13,4%	12,7%	12,8%
Depreciações e Amortizações		0	0	0
% sobre a Receita Líquida		0,0%	0,0%	0,0%
EBIT		161.500	169.074	186.332
% sobre a Receita Líquida		13,4%	12,7%	12,8%
Provisão IR/Contribuição Social		54.910	57.485	63.353
Lucro Líquido		106.590	111.589	122.979
% sobre a Receita Líquida		8,8%	8,4%	8,4%
(+) Depreciações e Amortizações		0	0	0
(-) Investimentos		131.022	100.611	110.672
Capital de Giro		83.364	63.912	70.303
Imobilizado		39.310	30.138	33.152
Diferido		2.104	1.613	1.774
Realizável de Longo Prazo Não Oneroso		14.005	10.861	11.947
Exigível de Longo Prazo Não Oneroso		7.761	5.913	6.505
(=) Fluxo de Caixa Livre		-24.433	10.978	12.307
(+) Perpetuidade				1.351.650
Valor Presente Fluxo de Caixa Livre		-21.603	8.582	942.825
Valor Acumulado		-21.603	-13.021	929.805
Taxa de Desconto	13,10%			
(-) Endividamento				164.740
(+) Investimentos				-4.613
(=) Valor da Empresa				760.452
Quantidade de Ações em 31/12/2003				
ON				
PN				
TOTAL	1.863.583			R\$408,06
Valor de Mercado em 31/12/2003			R\$493.275	R\$264,69